جامعة الدكتور يحي فارس بالمدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية و علوم التسيير

قسم العلوم التجارية

مذكرة بعنوان:

أثر التمويل على اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ليسانس في العلوم التجارية

تخصص: مالية و محاسبة

من إعداد الطلبة

- موسوني سهير
- حلفاوي مريم
- مفتاحي سعاد

تحت إشراف الأستاذ

يرقي كريم

السنة الجامعية: 2012 - 2013

جامعة الدكتور يحي فارس بالمدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية و علوم التسيير

قسم العلوم التجارية

مذكرة بعنوان:

أثر التمويل على اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ليسانس في العلوم التجارية

تخصص: مالية و محاسبة

من إعداد الطلبة

- موسوني سهير
- حلفاوي مريم
- مفتاحي سعاد

تحت إشراف الأستاذ

يرقي كريم

السنة الجامعية: 2012 - 2013

الملخص:

إن لوظيفة التمويل في المؤسسة أهمية بالغة وذلك لما يرتبط بها من قرارات سواء طويلة وقصيرة المدى،ورغم الجهود الكبيرة المبذولة في البحوث والدراسات في مجال التسيير المالي والإداري في المؤسسة ، فان هذه الوظيفة ما زالت إلى الآن تشكل الانشغال الكبيروالاساسي للمسيرين والمديرين الماليين الذين يسعون إلى تحقيق النتائج المربحة للمؤسسة .

من دراساتنا لهذا الموضوع نجد أن للمؤسسة عدة مصادر متاحة للتمويل نشاطها تختلف من نوع إلى الأخر.وهي تختلف من حيث أجال استحقاقها.

إن القرار الاستثماري يستلزم عدة أدوات و مراحل لاتخاذه و هو يعتبر قرار ا حيويا و استراتيجيا في المؤسسة حيث أن اختيار هيكل تمويلي امثل هو أساس السياسة التمويلية الرشيدة التي توجه المسيرين إلى اتخاذ القرارات السليمة والناجعة،ولا يمكن أبدا اتخاذ أي قرار استثماري دون النظر إلى القرارات التمويلية الموازية لهذا الاستثمار.

الفهرس

قائمة الجداول

المقدمة

العامة

المقدمة :

يمثل النشاط المالي في المؤسسات الاقتصادية احد الأنشطة الرئيسية الفاعلة فيها مهما اختلفت طبيعة نشاطها سواء كانت تجارية،صناعية، أو خدمية ،و هو المسؤول بشكل مباشر عن الترجمة الكمية للخطط الموضوعية في كافة الإدارات و الهياكل التنظيمية المختلفة فيها.

حيث يعتبر التمويل عصب الشركة و الطاقة المحركة لجميع الوظائف و الأعمال فبدونه تبقى خطط الشركة دون تنفيذ و لا يمكن القيام بها فهو يمثل عنصر أساسي للنشاطات الاقتصادية المعاصرة فاستمرار النشاطات الاقتصادية و توسعها يقتضي الاستثمار الذي يتضمن إقامة مشروعات جديدة ،و توسيع القائمة منها،كما أن نقص التمويل يؤدي إلى

تأخير هاته المشاريع و ضياع الفرص و بالتالي انخفاض الإيرادات ،لذلك يجب على المديرين و الماليين قبل وضع خطط التمويل الآخذ بعين الاعتبار الاحتياجات الفعلية للمؤسسة من الأموال بحيث يجب استخدام هذه الأموال بشكل يؤدي إلى زيادة فعالية عمليات المؤسسة ،و هذا يتطلب المعرفة و الدراية بالأسواق المالية و كيفية الوصول إلى قرارات استثمارية سليمة ،و يجب لاتخاذ هذه القرارات الأخذ بعين الاعتبار أن هناك عددا من مصادر التمويل البديلة التي يمكن الحصول منها على الأموال فهناك المصادر الداخلية و الخارجية للتمويل فهي تتمثل في الهيكل المالي الذي يجب اختياره من طرف المؤسسة لتغطية استثماراتها،و لتحقيق الموازنة بين العائد و نسبة المخاطرة بشكل يعظم من قيمة المؤسسة.

و من خلال ما سبق تمحورت إشكالية بحثنا حول التساؤل التالي:

- ما هو اثر التمويل في اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية ؟و على آي أساس يتم تحديد الهيكل المالي الأمثل؟

و للإجابة على هاته الإشكالية تتبادر إلى أذهاننا الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة؟

- كيف يمكن للمؤسسة اختيار هيكل تمويل مناسب بأقل تكلفة ممكنة؟
- هل للتمويل اثر فعال في اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية؟
و للإجابة على هذه التساؤلات نقترح الفرضيات التالية:

1- تتمثل مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية في المصادر الداخلية و الخارجية.

2- لاختيار هيكل التمويل المناسب من طرف المؤسسة الاقتصادية نقوم بدراسة و تحديد تكلفة كل عنصر.

3- هناك اثر فعال للتمويل في اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية.

أهمية الموضوع:

للبحث أهمية بالغة يستمدها من المساهمات العلمية التي يقدمها و المتمثلة في:

-دراسة علاقة تكلفة التمويل باتخاذ القرار الاستثماري.
- إبراز مختلف مصادر التمويل للمؤسسة.
- معرفة مدى تحقيق الهيكل المالي للموازنة بين العائد و المخاطرة.
- معرفة مختلف الأساليب المستخدمة لاتخاذ القرار الاستثماري.

أهداف الموضوع:

هذا البحث يهدف أساسا إلى التعرف على:

- مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية.
- العلاقة بين الهيكل المالي و تكلفة التمويل.
- اثر التمويل في اتخاذ القرارات الاستثمارية.
- علاقة تكلفة التمويل للاختيار الهيكل المالي الأمثل.

منهجية البحث:

للإلمام بالموضوع من كل جوانبه النظرية و للإجابة على الإشكالية المطروحة و اختيار صحة الفرضيات على اعتمدنا على:

- المنهج وصفي و تحليلي متعلق بالجانب النظري من خلال اعتمادنا على مراجع مختلفة(كتب،مذكرات،رسائل ...الخ)

- بالإضافة إلى منهج لربط و تحليل المعلومات.

صعوبات البحث:

من خلال قيامنا بهذا الموضوع صادفتنا عدة صعوبات حالت دون أن يكون هذا العمل في المستوى المطلوب و من بين هذه الصعوبات نذكر:

-نقص الدراسات السابقة حول هذا الموضوع.

-عدم توفر كتب في هذا المجال من طرف الكتاب الجزائريين.

أسباب اختيار الموضوع:

-الميول الشخصي.

-نقص الدراسات السابقة حول هذا الموضوع.

الدراسات السابقة:

خطة البحث:

للإجابة على إشكالية بحثنا قسمنا البحث إلى ثلاث فصول:

الفصل الأول:عموميات حول المؤسسة و التمويل.

تم التطرق في هذا الفصل إلى مفهوم المؤسسة الاقتصادية و خصائصها ومختلف التصنيفات(حسب الملكية،النشاط...الخ)كما تناولنا فيه مفهوم التمويل و مختلف مصادره الداخلية و الخارجية له.

الفصل الثاني:القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية.

تعرفنا فيه عن كيفية اتخاذ القرارات بمختلف أنواعها كما ركزنا فيه على مفهوم القرار الاستثماري و اهم العوامل المؤثرة لاتخاذه إضافة إلى الأساليب المستخدمة في كل حالاته(المخاطرة،في ظل التأكد وعدم التأكد).

الفصل الثالث:اثر التمويل في اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية.

و فيما يخص هذا الفصل تم التعرف على مفهوم تكلفة التمويل و كيفية تحديدها لكل مصدر(طويل،متوسط،قصير الأجل) كما تم التطرق فيه إلى المعالجة الجبائية لمصادر التمويل و في الأخير معرفة كيفية اختيار المؤسسة للهيكل المالي الأمثل.

الفصل الاول:

عموميات حول المؤسسة و التمويل.

تمهيد:

لكل مؤسسة اقتصادية سياسته التمويلية و التي تطمح من خلالها لإنعاش اقتصادها عن طريق الاستثمارات المدروسة دراسة دقيقة,و التي تتطلب توافر رؤوس الأموال اللازمة لانجازها ,مما يعود على المؤسسة و المجتمع بالفائدة و التي تتمثل في الاستمرارية و البقاء و تحقيق الأرباح هذا بالنسبة للمؤسسة أما بالنسبة للمجتمع فيتمثل في توفير مناصب الشغل و التخفيض من البطالة و تحقيق الرفاهية له بصفة عامة و للإفراد خاصة.و عليه سوف نتطرق في هذا الفصل إلى المفاهيم الأولية للتمويل و ما هي انواعه و اهم مصادره.

الفصل الاول:عموميات حول المؤسسة و التمويل.

مازالت المؤسسة الاقتصادية إلى يومنا هذا مجالا واسعا للدراسات العلمية والاقتصادية والأبحاث النظرية والميدانية حيث تمثل المؤسسة الاقتصادية النسبة الكبرى من الضرائب المطبقة في الدولة لذا يجب علينا المرور على موضوع المؤسسة الاقتصادية.

المبحث الأول: ماهية المؤسسة.

تتمثل المؤسسة عموما في مجموعة من الطاقات البشرية والموارد المادية (طبيعية كانت أو مالية أو غيرها... والتى تشغل فيما بينهما وفق تركيب معين وتوليف محدد قصد انجاز أو أداء المهام المنوطة بها من طرف المجتمع.

يتجسد هذا الدور في انتاج السلع أو تقديم الخدمات الموجهة لإشباع حاجيات المستهلكين بصورة مباشرة أو غير مباشرة وذلك بحسب طبيعة المؤسسة ذاتها مع العمل على تحقيق أفضل تشغيل ممكن في سياق التوليف أو الدمج المحكم بين هذه الطاقات البشرية والموارد أو الوسائل المادية المتاحة في لحظة زمنية معينة.

تسمى المؤسسة أو الوحدة الإنتاجية بعدة تسميات تماشيا وطبيعة نشاطها أو إطارها القانوني أو حتى مركزها الاقتصادي أو المرحلة التشغيلية التى وصلت إليها ،أو مدى مباشرة التعامل مع المستهلكين فقد تكون المؤسسة صغيرة الحجم ،تقتصر فعاليتها على القيام بعملية انتاجية معينة فتسمى عندئذ بالمشغل أو المشروع وقد تكون متوسطة الحجم فتسمى عندئذ بالمنشأة أو الوحدة الإنتاجية وقد تكون كبيرة الحجم تشرف وتدير عدة منشآت أو مشاريع فتسمى بالمقاولة.

المطلب الاول: مفهوم و خصائص المؤسسة الاقتصادية.

الفرع الاول :مفهوم المؤسسة الاقتصادية.

- إن كلمة مؤسسة هي بالواقع ترجمة لكلمة (**ENTREPRISE**) كما يمكن استعمالها ترجمة للكلمتين التاليتين(**FIRM**) و (**UNDERTAKING**) وللمؤسسة تعاريف نذكر منها:[1]
- المؤسسة هي الوحدة الاقتصادية التى تتجمع فيها الموارد البشرية والمادية اللازمة للإنتاج الاقتصادي.

الفرع الثاني: خصائص المؤسسة.

يمكن حصر خصائص المؤسسة الاقتصادية الجزائرية فيما يلي:

1- المؤسسة الاقتصادية شخصية قانونية مستقلة من حيث امتلاكها حقوق وصلاحيات أو من حيث واجباتها ومسؤولياتها.
2- القدرة على الانتاج أو أداء الوظيفة التي وجدت من أجلها.
3- أن تكون المؤسسة قادرة على البقاء وقادرة على تكييف نفسها مع الظروف المتغيرة التحديد الواضح للأهداف والسياسات والبرامج وأساليب العمل ،فكل مؤسسة تضع اهداف معينة تسعى الى تحقيقها ،اهداف كمية ونوعية بالنسبة للإنتاج وتحقيق رقم اعمال معين.
4- ضمان الموارد المالية لكي تستمر عملياتها ويكون ذلك اما عن طريق الجمع بين كل هذه العناصر او جزء منها حسب الظروف.
5- لا بد ان تكون المؤسسة مواتية للبيئة التى وجدت فيها وتستجيب لهذه البيئة ،فالمؤسسة لا توجد منعزلة فإذا كانت ظروف البيئة مواتية فإنها معاكسة فإنها يمكن ان تعرقل عملياتها المرجوة ولا تحقق اهدافها.

1-عمر صخري، **اقتصاد المؤسسة** ،ديوان المطبوعات الجامعية ،الجزائر ،2003 ،ص 24.

6- المؤسسة وحدة اقتصادية اساسية في المجتمع الاقتصادي بالإضافة الى مساهمتها في الانتاج ونمو الدخل الوطني فهي مصدر رزق الكثير من الافراد.

7- يجب ان يشمل اصلاح المؤسسة بالضرورة فكرة زوال المؤسسة اذ ضعف مبرر وجودها وتكاليف الإنتاج.

المطلب الثاني: انواع المؤسسة الاقتصادية.

تتنوع المؤسسات الاقتصادية الجزائرية حسب الدور والهدف الذي انشات من أجلها:

الفرع الاول:من الناحية القانونية:

اولا:مؤسسات فردية : وهي المؤسسات التى يمتلكها الشخص الواحد ولهذا النوع مزايا أهمها:

1- سهولة في التنظيم والإنشاء.

2- صاحب المؤسسة هو المسؤول الأول والأخير على نتائج أعمالها وهذا يكون له دافعا على العمل بكفاءة وجد ونشاط لتحقيق اكبر ربح ممكن.

3- صاحب المؤسسة هو الذي يقوم وحده بإدارة وتنظيم وتسيير المؤسسة وهذا يسهل العمل على اتخاذ القرارات كما يبعد الكثير من المشاكل التى تنجم عن وجود شركاء.

عيوبها تكمل في:

1- قلة راس مالها وهذا مادام صاحب المؤسسة هو الذي يقوم لوحدة بإمداد المؤسسة بعنصر رأس المال.

2- مسؤولية صاحب المؤسسة غير محدودة فهو المسؤول عن كافة ديون المؤسسة.

3- صعوبة الحصول على القروض من المؤسسات المالية.

4- قصر وجهة النظر وضعف الخبرة لدى المالك مما يعرض المؤسسة لمشاكل فنية وإدارية.

ثانيا:الشركات: تعرف على انها المؤسسات التى تعود ملكيتها لشخص او اكثر ،يلتزم الشخص أو الشركاء بتقديم حصة من راس المال أو من العمل ما قد ينتج من هذه المؤسسة من أربـــاح أو خسائر وتنقسم الشركات بشكل عام الى قسمين:[1]

1- **شركات الاشخاص :**وهي الشركات التى تقوم على اختيار الشخص والثقة المبادلة بين الشركاء وتلعب فيها شخصية الشريك دورا رئيسيا وتضم شركات الأشخاص كل من الشركات التالية:

-شركة التضامن.

-شركة التوصية البسيطة.

-شركة المحاصة.

-شركة التضامن: شركة التضامن عقد بين اثنين أو أكثر يتفقان فيه على الاتجار معا بعنوان مخصوص ويلتزم جميع اعضائها بديون الشركة على جميع أموالهم بالتضامن ومن غير قيد واحد.[1]

[2] **-شركة الوصية البسيطة:**هي الشركة التى تقوم تحت عنوان وتشمل نوعين من الشركاء الاول شريك وصية عام أو أكثر مسؤولية بصفة شخصية بالتكافل والتضامن عن جميع التزاماتها في

أموالهم الخاصة والثاني شريك أو أكثر محدود المسؤولية ولا يكون كل منهم مسؤولا عن التزامات الشركة إلا بمقدار ما دفعه كرأسمال في الشركة ويشمل عنوان هذه الشركة على أسماء الشركاء العاملين او بعضهم بالإضافة الى كلمة شركاؤه.

-شركة بالمحاصة:وهي نوع خاص من الشركات إذ رغم توفر الشروط الأساسية للشركة هي لا تتمتع بالشخصية الاعتبارية ولا رأسمال ولا عنوان ،فهي عقد يلتزم بمقتضاه شخصان أو أكثر أن يساهم كل منهم في مشروع اقتصادي بتقديم حصة مالية ،أو عمل

---

[1]-مرجع سابق ،**اقتصاد المؤسسة** ،مرجع سابق ص 25.
[1]--خالد أمين عبد الله :**محاسبة الشركات الاشخاص والأموال** ،دار وائل للنشر عمان طبعة 1998 ص 5

بهدف اقتسام ما ينتجه المشروع من أرباح أو خسائر دون ان تشهر أو تكون معلومة لدى الغير وبهذا فإنها تنظم تنظيما خاصا على أساس الذمة المالية للشركاء فإذا كان أحدهم مدير فانه يتعامل باسمه كما لو كان يعمل لحسابه الخاص حيث يقتصر على توظيف اموالهم في أعمال الشركة في حين يمكن أن تدر الشركة من طرف مجموعة الشركاء أو من طرف شخص خارجي عنهم ،وفي كل الحالات يتعامل المديـــر أو المدراء كأنهم يعملون لحسابهم الخاص ولا يذكر اسماء الشركاء الآخرون [1].

وتتمثل مزايا شركات الاشخاص في:

- سهولة التأسيس فهي تحتاج إلى عقد شركة.
- نظرا لتواجد عدة شركاء يمكن ان يختص كل منهم بمهمة معينة فيسهل بذلك تسيير المؤسسة.
- زيادة القدرة المالية للمؤسسة بسبب تضامن الشركاء كما يسهل عملية الحصول على قروض.

مساوئ شركات الاشخاص:

- حياة الشركة معرضة للخطر نتيجة انسحاب أو وفاة أحد الشركاء.
- مسؤولية غير محدودة للشركاء.
- وجود عدة شركاء قد يثير بعض المنازعات وسوء التفاهم وتناقص وتعارض يعض القرارات مما يعود سلبا على المؤسسة.
- في حالة المنازعات أو سوء التفاهم تنشا صعوبة بيع حصة أي منهم كما تنشا صعوبة على التنازل عن حصة أي من الشركاء.

2 -شركات الاموال :وهي الشركات التى تقوم على الاعتبارات المالية فقط أي يترتب على ذلك أنه تعتمد بحصة كل شريك في راس مال للشركة وتضم شركات الاموال كل من:

[1]-ناصر دادي عدون: **اقتصاد مؤسسة** ،دار المحمدية العامة الجزائر ،الطبعة 1998 ص 61-62
2- خالد امين عبد الله ،مرجع سابق ص 5.

-**الشركة ذات المسؤولية المحدودة** :وهي الشركة التى يقسم رأسمالها إلى أسهم لا تطرح للاكتتاب العام وتتألف من عدد من الشركاء لايقل عن اثنين ولا يزيد على خمسين شخصا وتكون مسؤولية المساهمين بها محدودة بمقدار حصة كل برأسمال الشركة.

-**شركات التوصية بالأسهم:** وهي الشركة التى تشمل نوعين من الشركاء هما: [2]

-**شركاء متضامنون** : لايقل عددهم عن اثنين ومسؤوليتهم عامة عن ديون الشركة والتزاماتهم.

-**شركاء مساهمون :** لايقل عددهم عن اثنين ومسؤوليتهم محدودة بمقدار مساهمة كل منهم في رأسمال الشركة ولا يجوز للشريك الساهم الاشتراك في الادارة او التدخل بها.

وتتمثل مزايا هذه الشركات فيما يلي:[1]

1- مسؤولية المساهمين محدودة بقيمة الاسهم والسندات.
2- امكانية الحصول على القروض بشكل أسرع وأسهل.
3- حياة المؤسسة أكثر استقرار.
4- إمكانية استخدام ذوي المهارات والإمكانيات العالية

مساوئ شركات الاموال

- ظهور البيروقراطية والمشاكل الادارية الناجمة عن تعدد الرقابة بنسب كثرة المساهمين.
- تخضع لرقابة حكومية مشددة.
- بسبب عدم وجود حافز الملكية قد ينتج عن ذلك عدم الاهتمام الفعال بشؤون الشركة من قبل مسيريها غير المساهمين.

3-المؤسسات الخاصة : وهي المؤسسات التى تعود ملكيتها للفرد أو الجماعة من الافراد شركات أشخاص ،شركات أموال بكل أنواعهم.

[1]-عمر صخري ،مرجع سابق ص 27.

4-المؤسسات العمومية : وهي المؤسسات التى تعود ملكيتها الى الدولة فلا يحق للمسؤولين التصرف فيها كما شاءوا كما لايحق لهم بيعها أو إغلاقها إلا إذا وافقت الدولة على ذلك والأشخاص الذين ينوبون عن الحكومة في الادارة وتسيير المؤسسة العمومية مسؤولين عن أعمالهم هذه اتجاه الدولة وفقا لما تحدده القوانين العامة للدولة.

5-المؤسسات المختلطة:وهي المؤسسات التى تعود ملكيتها بصورة مشتركة للقطاع العام والخاص أو هي الشركات الناتجة عن مزج راس المال الوطني والأجنبي .

الفرع الثالث:انواع المؤسسات تبعا للطابع الاقتصادي:

يمكن تصنيف المؤسسات للطابع الاقتصادي إلى:

اولا:المؤسسات الصناعية: وتنقسم إلى:

1-**مؤسسات الصناعة الثقيلة :**وهي التى تتطلب رؤوس أموال ضخمة ومهارات عالية لنشاطها.

2-مؤسسات الصناعة التحويلية والخفيفة:كمؤسسات الجلود والنسيج.

ثانيا:المؤسسات الفلاحية : وهي التى تمتاز بزيادة انتاجية الاراضي واستصلاحها وتقوم هذه المؤسسات بتقديم ثلاث أنواع من الإنتاج النباتي ،الإنتاج الحيواني،الإنتاج السمكي.

ثالثا:المؤسسات التجارية : وهي المؤسسات التى تمتاز بالنشاط التجاري كمؤسسات الجملة ومؤسسات التجزئة.

رابعا:المؤسسات المالية : وهي المؤسسات التى تقوم بالنشاطات المالية كالبنوك ومؤسسات التأمين ومؤسسات الضمان الاجتماعية.

خامسا:المؤسسات الخدماتية :وهي المؤسسات التى تقوم بتقديم خدمات معينة كمؤسسات النقل ومؤسسات البريد والمواصلات.

المطلب الثالث: اهداف المؤسسة الاقتصادية.

تسعى المؤسسة الاقتصادية على اختلاف انواعها واشكالها لتحقيق اهداف عدة من وراء وجودها في السوق متبعة في سبيل تحقيق هذه الاهداف خطط واستراتيجيات لبلوغ هذه الاهداف وهذا حسب الامكانيات المالية والبشرية والتقنية ورغم تعدد اهداف المؤسسة الاقتصادية إلا اننا نستطيع اجماعها في الاهداف التالية:

اولا:الأهداف الاقتصادية: وتتمثل أساسا في:

1-تحقيق اكبر عائد من الأرباح.

2-تحقيق متطلبات المجتمع

3-الاستعمال الرشيد لوسائل الانتاج ورفع الانتاجية بواسطة التخطيط الجيد والدقيق.

4-الاستقلال الاقتصادي وتحقيق الاكتفاء الذاتي والخروج من التبعية الاقتصادية.

5-انتاج السلع والخدمات.

6-التكامل الاقتصادي على المستوى الوطني بالنسبة للمؤسسات العمومية.

7-دفع ما عليها من التزامات وتحصيل ايراداتها.

ثانيا:الأهداف الاجتماعية:وتتمثل في:

1- رفع المستوى المعيشي للإفراد في المجتمع. رفع المستوى المعيشي للأفراد في المجتمع.
2- امتصاص الطاقة البشرية القادرة على الشغل للتقليل من البطالة.
3- ضمان مستوى مقبول من الأجور.
4- تأمين أحسن ظروف للعمل
5- توجيه السلوك الاستهلاكي لأفراد المجتمع وذلك من خلال استعمال وسائل الدعاية والإشهار التى تعود على المؤسسة بارتفاع رقم اعمالها.

المبحث الثاني:أساسيات حول التمويل:

حتى تضمن المؤسسة بقائها في السوق و تحقيق بقية أهدافها يجب عليها توفير الأموال اللازمة لذلك حيث أنها تعتبر عملية مصيرية يقف عليها نجاح أو فشل المؤسسة الاقتصادية.

المطلب الأول:مفهوم و أهداف التمويل:

الفرع الأول:مفهوم التمويل:

بصورة عامة يعرف التمويل على أنه تكوين المخصصات النقدية وتوزيعها واستخدامها لضمان استمرارية عملية اعادة الانتاج على مستوى الاقتصاد الوطني و مستوى المنشأة الانتاجية أو الخدمية.

الفرع الثاني:أهداف التمويل:

-معرفة القدرة المالية المؤسسة و امكانياتها لتسديد الديون أو شراء استثمارات جديدة.

-مساعدة المؤسسات الحديثة على مواجهة المنافسة في السوق و ذلك لتوفير السلعة بالكمية المناسبة و سعر تنافسي.

-توفير المناصب غل جديدة للحد من البطالة.

-تحقيق الرفاهية المجتمع عن طريق تحسين الوضعية المعيشية لهم.

-تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد.[1]

مما سبق يتضح لنا بأن التمويل يعتبر بمثابة الدم الجاري المشروع حيث على أساسه يتم التفكير في توسيع و تطوير نشاط المؤسسة إضافة إلى زيادة حصتها في التسويق.[2]

[1]-معاشو حميدة ،**هيكل التمويل في المؤسسة الاقتصادية** ،مذكرة تخرج ليسانس المدية 2009،ص 13.

المطلب الثاني: وظائف التمويل.

تتمثل وظائف التمويل فيما يلي:

اولا:التخطيط المالي:هو نوع هي أنواع التخطيط الذي يساعد في الأعداد في المستقبل حيث أن تقديرات المبيعات و المصاريف المستقبلية الرأسمالية توجيه تفكير المدير المالي نحو المتطلبات المالية في المستقبل.

ثانيا:الحصول على الأموال : تحديد التدفقات النقدية الداخلية و الخارجية خلال الفترة التي تشملها الخطة.

ثالثا:استثمار الأموال: الاستخدام الاقتصادي للأموال داخل المنشآت.

رابعا:مقابلة مشاكل الخاصة: إن الوظائف السابقة من الوظائف الدورية و الدائمة للإدارة المالية و المدير المالي، ولكن قد تظهر مشاكل مالية ذات طبيعة خاصة و غير متكررة ،و قد لا تحدث خلال المشروع [1]

المطلب الثالث: أنواع التمويل

ان أمام المؤسسة نوعين من الأموال ،فمنها ما تحصل عليه من ملاكها أو من نشاطها الذاتي و هو ما يسمى بالتمويل الداخلي ،و منها ما تحصل عليه من المصادر خارجية ،ومن خلال هذا المطلب سوف نتطرق اليهم.

الفرع الأول: التمويل الذاتي:

يمكن تقديم عدة تعاريف للتمويل الذاتي منها:

1-التمويل الذاتي هو تمثيل الثروة التي بحوزة المؤسسة المالية.

2-هو عبارة عن مفهوم يبين القدرات الذاتية المؤسسة على تمويل الاستثمارات التي تقوم بها.[1]

وتتمثل مكونات التمويل الذاتي أساسا من:

-مخصصات الإهتلاك المقتطعة سنويا.

-المؤونات ذات الطابع الاحتياطي.

-الارباح المحتجزة.

الفرع الثاني:التمويل الخارج:

يتضمن التمويل الخارجي كافة الأصول التي يتم الحصول عليها من مصادر خارجية ففي اقترضى استقلال الشركة ،فإن الادارة تحصل على هذه الأصول بشروط و اجراءات لابد من معرفتها وفقا للأوضاع و الشروط التي يحددها سوق المال و عائد الفرصة البديلة و التي تتطلب وفقا يتطلبه استخدام التمويل الداخلي المتولد من العمليات الجارية.

يتوقف حجم التمويل الخارجي على حجم التمويل الداخلي و احتياجات الشركة المالية، أي أنه مكمل للتمويل الداخلي لتغطية المتطلبات المالية (سواء الاستثمارات أو الجارية).

يمكن حصر مصادر التمويل الخارجي للحول على أموال التمويل الاستثمارات الرأسمالية فيما يلي: [2]

1- الحصول على أموال الغير في شكل قروضى، بإصدار سندات قابلة للتداول ببورصة الأوراق المالية أو باتفاقيات خاصة .

2- الحصول على أموال ملاك بإصدار أسهم جيدة كما في الشركات المساهمة و نعادل قيمة

1-معاشو حميدة ،**هيكل التمويل في المؤسسة الاقتصادية** ،مرجع سابق ص 15.
2-الطاهر لطرش ،**تقنيات البنوك** ،ديوان المطبوعات الجامعية ،بن عكنون الجزائر ،الطبعة 03 2004 ،ص 64

السهم ،القيمة الحالية لسلسلة التوزيعات المستقبلية باستخدام معدل خصم يساوي تكلفة الاصول [1].

[1] 1-عبد الغفار حنفي ،**اساسيات التمويل الادارة المالية** ،دار الجامعة الجديدة الاسكندرية ،مصر ،2002 ،ص ص 379 385.

المبحث الثالث: مصادر التمويل.

ان الاحتياجات من رأس المال يمكن الحصول عليها إما عن طريق مصادر التمويل قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل و التي صنفت حسب درجة الاستحقاق.

المطلب الأول: مصادر التمويل قصيرة الأجل[1]

نستخدم مصادر التمويل الأجل ،والتي يكون أجلها في حدود السنة ،لتمويل العمليات التشغيلية الجارية للشركة و تغطية رأس المال العامل المتغير (الأصول المتداولة المؤقتة) [1]

و من أمثلة هذه المصادر نجد: الائتمان التجاري الائتمان المصرفي قصير الأجل.

الفرع الاول:الائتمان التجاري.

يقصد به الائتمان الذي يمنحه المورد المشتري عندما يقوم المشتري بشراء بضاعة بغرض إعادة بيعها .

و تتمثل الائتمان التجاري ،في مجموع أوراق الدفع و الحسابات الدائنة التي تنشأ نتيجة شراء بضاعة ،دون دفع ثمنها نقدا على أن يبقى على سداد قيمتها بعد فترة محدودة من الائتمان التجاري و أوراق الدفع.

اولا:الحساب الجاري:

أي أن البائع عندما يرسل بضاعة للمشتري يرفق معها فاتورة توضح نوع و قيمة البضاعة المرسلة ،و شروط الدفع و دون ضمانات فلا يوقع المشتري على وسيلة دفع رسمية ،فالبائع يمنح الائتمان بناء على الدراسات و اختيارات قام بها [2]

يكون في شكل كمبيالة مسحوبة على المشتري مقابل التوريد.

ثانيا:اوراق الدفع:يكون في شكل كمبيالة مسحوبة على المشتري مقابل التوريد يقوم بتوقيعها مع تبين قيمة الدين و تاريخ استحقاقها ،اي انه هناك ضمانات مكتوبة و للزبون عدة خيارات منها:

1-محمد صالح الحناوي ،**الادارة المالية و التمويل** ،دار الجامعة ،الاسكندرية ،مصر 1998 ،ص 217.
2-سيد الهواري ،**الادارة المالية** ،توزيع مكتبة عين الشمس ،مصر ،الطبعة 6 1996 ،ص 330

ثالثا:الدفع قبل الاستلام : وهذا معناه و جود ائتمان تجاري ممنوح من قبل المورد بشروط نقدية ،و شروط عادية و هي :

-**صافي المدة** :تحديد آخر أجل للدفع فمثلا:30 يوما أي أنه يجب على الزبون تسديد قيمة الدين خلال هذه المدة .

-**صافي المدة مع الخصم النقدي** : أي أن المورد عند منحه للائتمان قد يقوم بخصم نقدي فمثلا (30/20/4 يوما) أي أنه على الزبون الاختيار بين الدفع في العشرين يوما الأولى و الاستفادة من خصم نقدي قيمه 4 من قيمة البضاعة ،أو التسديد دون الاستفادة من الخصم .

الفرع الثاني:الائتمان المصرفي :

و تحصل عليه المؤسسة من مصارف التجارية بهدف سد الاحتياجات الآتية و تمويل حاجاتها التشغيلية الطارئة ،و ينقسم إلى :

اولا:القروض الغير المضمونة : يوافق البنك لمدة معينة لا تتجاوز سنة على السماح للمؤسسة باقتراض ما يلزمها من المال شرط أن لا تريد الكمية المقترضة عن مبلغ معين في أي وقت و يطلق على هذا الحد الاقصى بخط الائتمان أو الاعتماد المفتوح.

ثانيا:القروض المضمونة:

يكون هذا الضمان إما شخص آخر أو أصل معين كالحسابات المدينة أو أوراق القبض أو أوراق مالية أو ضمانات عينية (بضائع)[1]

المطلب الثاني :مصادر التمويل متوسطة الاجل.

يعرف التمويل متوسط الأجل بأنه ذلك النوع الذي يتم سداده في فترة تزيد عن السنة و تقل عن 10 سنوات ،وينقسم إلى :

- قروض مباشرة متوسطة الأجل.
- التمويل بالاستئجار.

1-زياد سليم رمضان ،**اساسيات الادارة المالية** ،دار صفاء للنشر و التوزيع ،الاردن ،الطبعة 4 ،1996 ،ص 122.[1]

إن أهم ما يميز هذا النوع من التمويل هو ما يسمى بالتصفية الذاتية خلال السنة أو أقل لأنه مرتبط بالاحتياجات الموسمية و يستخدم لتمويل أصول ثابتة أو مشروعات تحت تنفيذ.

اولا:القروض المصرفية المتوسطة الأجل :البنوك التجارية لها دور كبير في التمويل المتوسط الأجل ،وأهم يميز هذا النوع من القروض أن سعر الفائدة لها يكون في أغلب الأحيان أعلى من سعر الفائدة للقروض قصيرة الأجل و تلتزم البنوك و الشركات التأمين بتقديم هذا النوع رغم أن قروض شركات التأمين تتراوح ما بين 5 إلى 15 سنوات ،أي أغلبها طويلة الأجل كما يشترك في بعض الاحيان أحد البنوك و شركات التأمين في تقديم هذا القرض إذا كان كبير بحيث يعجز عن تقديم أحدهما ،لكن في تسديد تكون الأولوية للبنك ثم إلى شركة التأمين

ثانيا:شروط الاقتراض المصرفي في المتوسط الأجل:هذه الشروط تعتبر كضمان للقروض التي تقدمها البنوك و تصنف الشروط إلى:

أ-شروط عامة :وهي المتعلقة برأس المال العامل منها مايلي :

-الاتفاق على حد الادنى برأس المال العامل.

-منع الشركة من الاقتراض من أجل ضمان تسديد القرض.

ب-شروط اجرائية:

-تقديم الميزانيات و حساب الأرباح و الخسائر و هذا من خلال تحديد المركز المالي للمؤسسة من اجل معرفة قدرتها على التسديد.[1]

ت-شروط خاصة:كأن يتضمن العقد مثلا كيفية استخدام القرض في و جهته المحددة التي منح على أساسها.

–إن هذا النوع من القروض يسمح للشركة بالحصول على أموال من دون تدخل أصحاب هذه الأموال في الادارة.و أيضا تكلفتها المنخفضة مما يؤدي إلى زيادة الارباح في أوقات الرواج.

ثالثا:التمويل بالاستئجار :

1-سيد الهواري ،**الادارة المالية**،مرجع سابق ص ص 351 352

تستعمل المؤسسة المبالي والمعدات،وذلك عن طريق امتلاكها أو عن طريق استئجارها، وقد ازداد في الآونة الاخيرة ميل المؤسسات نحو استئجار الأصول بدلا من امتلاكها ،نظرا للتسهيلات التي يقدمها الاستئجار .وينقسم إلى :

1- الاستئجار التشغيلي:

يتمثل في خدمات الصيانة والتمويل ويظهر بشكل واضح في استئجار سيارات النقل، وفي هذا النوع الشركة المالكة هي التي تتحمل تكاليف الصيانة و تدخلها في قسط الاستئجار المؤسسة.

ومن خصائصه:

-مجموعة أقساط لاستئجار لا تغطي تكلفة الأصل كمجموعة أقساط لاستئجار لا تغطي تكلفة الأصل كاملا.

ـفترة الاستئجار تكون أقل من العمر الانتاجي للأصل.

ومن مزياه :

-حق الغاء العقد قيل نهاية المدة.

-استبدال الأصل بأصل آخر نتيجة التقادم التكنولوجي. [1]

2-الاستئجار التمويل:

و ينتج عن قرار التمويل بالاستئجار عدة و هي:

أ-فترة استئجار غير قابلة للإلغاء.

ب-قيمة و توقيت الاقساط أثناء الاستئجار و القرض المتاحة لتسديده .

ت-شروط الصيانة و التصليح و تكلفتها، و التأمين على الأصل و المصروفات أخرى.[2]

3-البيع ثم الاستئجار:

تقوم المؤسسة ببيع الأصل (الاراضي ،معدات ،مباني ....) للمؤسسة المالية و تقوم في نفس الوقت باستئجار الأصل لمدة معينة و بشروط.

[1]-معاشو حميدة ،**هيكل التمويل في المؤسسة الاقتصادية** ،مرجع سابق ص 27.

1-محمد صالح الحناوي ،**الادارة المالية و التمويل** ،مرجع سابق ص 165. [2]

التأمين أما كان الأصل عبارة عن معدات أو مباني فإن المؤسسة المالية تكون البنك .

4– الحيازة المباشرة للأصل في ظل الاستئجار :

يجب اتباع هذه الخطوات:

أ-اختيار الأصل الذي تريده و التفاوض مع المنتج أو الموزع في كل الأصول .

ب-تقوم بالاتفاق مع أحد البنوك بشراء هذا الأصل ،و تتعهد باستئجاره من البنك بمجرد شراء هذا الأخير ،و تتضمن الشروط على سداد قيمة الأصل كاملة.[1]

ان أهم ما يتميز به هذا النوع من التمويل هو المرونة ،وعدم وجود قيود بالمقارنة مع قيود الاقتراض من البنوك.

المطلب الثالث: مصادر التمويل طويلة الأجل.

تتكون مصادر التمويل طويلة الأجل من نوعين رئيسين هما أموال الاقتراض و أموال الملكية.

اولا:أموال الملكية:

ان أموال الملكية تمثل أحد أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها الشركة لتمويل إنفاقها الاستثماري ،و تعتبر هي عبارة عن حقوق المساهمين في المؤسسة ،أو هي أصول المشروع و تتكون من :

-الاسهم العادية. -الاسهم الممتازة.

-الارباح المحتجزة. –الاحتياطات.

1-الأسهم العادية:

هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة تمثل جزء من رأس المال الشركة ،و هي بذلك تعد بمثابة سند ملكية في شركات المساهمة و التوصية بالأسهم ويطلق على كل حصة اسم "تسهم " ، وهي عبارة عن وسيلة للتمويل طويل الأجل و تعطي حاملها حقوق ،و تصدر إما لحاملها أو بشكل يحمل مساهمته.

---

[1] 2-سيد الهواري ،**الادارة المالية** ،مرجع سابق ص 335.

2:الأسهم الممتازة:

سميت بهذا الاسم لأن لها ميزة تتمثل في حق الحصول على أرباح قبل الأسهم العادية.

وأيضا الأولوية في الحصول على قيمتها في حالة التصفية، وبنسبة من الربح تكون محددة غالبا.

ومن خصائصها أنه لا يوجد لها موعد استحقاق م تأخذ أرباحا عند توزيع الارباح ،ولها ثلاث قيم اسمية ،دفترية ،سوقية ،وأرباحها محددة سلفا[1].

ثالثا : الارباح المحتجزة.

هي عبارة على الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم توزيعه على ملاك الشركة ،و هي تعتبر الجزء الثاني من أموال الشركة و يعتبر حجز جزء من الأرباح أمر قانوني .

1-القروض طويلة الأجل:

يرتب الاقتراض طويل الأجل عبء المديونية على المنشأة يتعين الوفاء به في تاريخ لا تود تحصل المؤسسة على أموال طويلة الأجل بإتباع أسلوبين هما:[2]

-التمويل المباشر طويل الأجل.

-التمويل غير المباشر طويل الأجل.

2-التمويل المباشر طويل الأجل:

و يتضمن أحد الشكلين الرئيسين:

-قروض لأجل محددة بين البنوك التجارية و شركات التأمين.

-قروض من خلال إصدار أوراق و أدوات مالية جديدة و بيعها إلى مصادر تمويل خاصة كشركات التأمين و مؤسسات التقاعد و المعاشات.

أ-مكونات التمويل المباشر:

تتكون القروض محدودة الأجل التي تحصل عليها المؤسسات بشكل مباشر من القروض

1-زياد سليم رمضان ،**اساسيات الادارة المالية**،مرجع سابق ص 152.

2-سمير محمد عبد العزيز ،**التمويل و اصلاح خلل الهياكل المالية** ،مكتبة و مطبعة الاشعاع الفنية ،مصر ،1997 ،ص ص 103 104.

ذات الفترة المحدودة و التي تكون فترة استحقاقها في الغالب من 10 إلى 15 سنة ،و يتم تسديدها خلال مدة الاقتراض ،أما في حالة الاصدار الخاص فتتكون من قروض مباشرة من مصادر خاصة باستحقاقات في الغالب أكثر من 15 سنة و يتكون جزء كبير نمها من سندات أذنيه طويلة الأجل .و يختلف الاصدار الخاص عن قروض محدودة الأجل في طول مدة الاستحقاق و الجهة المقترضة[1].

***التمويل غير المباشرة طويل الأجل :**

يمكن أن تحصل المؤسسة على أموال الاقتراض طويل الأجل عن طريق الاصدار العام الموجه للجمهورية من خلال بنوك الاستثمار في شكل سندات

-تعريف السند:

يعرف السند بأنه حصة من قرض ،أي أن المِؤسسة بقيمة تقترض من الجمهور عن وثائق تسمى السندات بقيمة اسمية محددة يتم دفعها إما مرة واحدة كل سنة أشهر أو مرة كل سنة و فترة استحقاق السندات من 10 إلى 15 سنة .

و في نهاية فترة الاستحقاق السندات تدفع المؤسسة قيمة اسمية لحامل سند و تسترجعه.

و هناك عدة عوامل تدفع المؤسسة إلى اللجود إلى هذا النوع من التمويل :

-المتاجرة بالملكية : تستطيع المؤسسة الحصول على الأموال دون اشتراك أصحاب هذه الأموال هذه الادارة .

-التكلفة المنخفضة : تحصل المؤسسة على الأموال التي تحتاجها بأفضل شروط و أقل تكلفة.

ــالميزة الضريبية.

-أنواع السندات: تنقسم حسب الضمان إلى سندات مضمونة بأصول المؤسسة و سندات غير مضمونة.

1-سيد الهواري ،**الادارة المالية** ،مرجع سابق ص 336.

***السندات المضمونة:** في هذه الحالة تقوم المؤسسة بتقديم أصولها كضمان للحصول على قرض، هنا تكون المؤسسة في حالة مزرية تنعكس على تسديد الديوان لحاملي السندات مما يضطرها إلى بيع هذه الأصول لتسديدها.

***السندات غير المضمونة:**و هي سندات غير مضمونة بأي اصل ،ففي هذه الحالة تقدم المؤسسة ضمان معنوي اي المركز المالي.[1]

1-سمير محمد عبد العزيز ،**التمويل و اصلاح خلل الهياكل المالية** ،مرجع سابق ص 112.

خاتمة الفصل الاول:

من خلال ما سبق نلاحظ الترابط بين المؤسسة الاقتصادية و التمويل فلا يمكن ان تقوم هذه الاخيرة بدون التمويل اللازم و الكافي الذي يلبي لها كل المستلزمات و الحاجيات و عليه يجب التخطيط السليم له حتى يكون فعلا و الاخذ بمبدأ الحيطة و الحذر في التعامل فيه.

بحيث تلجا المؤسسة عادة لتمويل نشاطها الى مصادر مختلفة ،حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية ،سواء كانت طويلة او متوسطة او قصيرة الاجل وهذا ما يسمى بالهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.

الفصل الثاني القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية.

تمهيد:

يعتبر القرار الاستثماري من أصعب القرارات التي تتخذها المؤسسة لكونه يمثل النشاط و المستقبلي،و أثار هذا النشاط تبقى و تلازم المؤسسة لفترة طويلة من الزمن,و لان المؤسسة حصتها في السوق فيجب أن تقوم بدراسة و تقييم تسعى إلى تعظيم قيمتها السوقية و زيادة للأفكار الاستثمارية لكي تضمن الاستمرارية للاستثمار و كذا المشروع.

و عليه سنقوم في هذا الفصل بدراسة المفاهيم الأولية لقرار الاستثماري تصنيفاته و كيفية اتخاذ القرار ,و من ثم دراسة الأساليب المستخدمة في ظل المخاطرة و التأكد وفي الأخير في ظل عدم التأكد.

الفصل الثاني:القرار الاستثماري كأبرز القرارات في المؤسسة الاقتصادية.

المبحث الاول:عمليات اتخاذ القرارات.

ان فهم عملية اتخاذ القرار ضرورية لتوجيه الاستثمار وفقا للمعلومات المتوفرة ،حيث ان تلك المعلومات تقوم بتزويد المستثمر بمعطيات كاملة و مناسبة للوصول الى افضل القرارات.

المطلب الاول:مفهوم عملية اتخاذ القرار.

الفرع الاول:تعريف عملية اتخاذ القرار.

هناك من يقول بأنها عبارة عن جملة من الافعال التي يتم اختيارها من بين البدائل المتاحة و التي تصدر في شكل اوامر و تعليمات و سياسات تغير و تعدل ما هو موجود. [1]

و يصنف:ما هي إلا ثمرة لعمليات مختلفة، و تعد عملية عقلانية، يملك فيها المقرر المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار.

اذن فان القرار يتمثل في الاختيار بين البدائل و ذلك لتحقيق اهداف معينة.

الفرع الثاني:اهمية اتخاذ القرارات.

-تتمثل اهم محور في اي عمل اداري او اقتصادي.

-الركن الاساسي لقيام اي تنظيم كفء.

-اهم المقومات الرئيسية للاستثمار الناجح.

و هما سبق يتضح لنا ان صنع القرار يعتبر من اهم المقومات الرئيسية للاستثمار الناجح.[1]

1-ديلمي نصر الدين ،**الافصاح المحاسبي على ترشيد القرارات الاستثمارية في سوق الاوراق المالية** ،رسالة ماجستار في علوم التسيير ،جامعة المدية 2009 2010 ،ص 144.

المطلب الثاني:مراحل اتخاذ القرارت.

القرار هو اختيار بديل من بين مجموعة بدائل متاحة ،فعملية اتخاذ القرار تقوم على اساس مجموعة من الخطوات يقوم بإتباعها متخذ القرار.

و يبقى اغلب الكتاب على وجود خمسة مراحل و هي كالتالي:

الفرع الاول:تشخيص المشكلة.

من الامور المهمة التي ينبغي على المستثمر او متخذ القرار ادراكها و هو بصدد التعرف على المشكلة الاساسية و ابعادها ،هو تحديد طبيعة الموقف الذي خلق المشكلة ،و درجة الاهمية ،و عدم الخلط بين اعراضها و اسبابها ،و الوقت الملائم للتصدي لحلها و اتخاذ القرار الفعال و المناسب .[1]

الفرع الثاني:جمع البيانات و المعلومات.

ان فهم المشكلة فهما حقيقيا ،و اقتراح بدائل مناسبة لحلها يتطلب جمع البيانات و المعلومات ذات الصلة بالمشكلة محل القرار ،ذلك ان اتخاذ القرار الفعال يعتمد على قدرة المستثمر في الحصول على اكبر قدر ممكن من البيانات الدقيقة و المعلومات المحايدة و الملائمة . ومن ثم تحديد احسن الطرق للحصول عليها ،ثم يقوم بتحليلها تحليلا دقيقا ،و يقارن الحقائق و الارقام و يخرج من ذلك بمؤشرات و معلومات تساعده على الوصول الى القرار المناسب.

الفرع الثالث:تحديد البدائل المتاحة و تقويمها.

يتوقف عدد الحلول البديلة و نوعها على عدة عوامل منها:

وضع المنظمة و السياسات التي تطبقها الفلسفة التي تلزم بها ،و امكانيتها المادية ،و الوقت المتاح امام متخذ القرار ،و اتجاهات المستثمر ،و قدرته على التفكير المنطقي و المبدع الذي يعتمد على التفكير الابتكاري الذي يرتكز على التصور و التوقع و خلقه الافكار مما يساعد على تصنيف البدائل المتواترة و ترتيبها و التوصل الى عدد محدود منها **:**

[1]-عبد الباري دره ،**الادارة الحديثة** ،المركز العربي للخدمات الطلابية ،عمان ،الاردن ،1994 ،ص 70.

الفرع الرابع:اختيار البديل المناسب.

تتم عملية المفاضلة بين البدائل المتاحة و اختيار البدائل المناسب وفقا للمعايير و اعتبارات موضوعية يستند اليها المستثمر في عملية الاختيار و اهم هذه المعايير هي:[1]

1-تحقيق البديل للهدف او الاهداف المحددة ،فيفصل البديل الذي يحقق له كل الاهداف و اكثرها.

2-قبول المستثمر للحل البديل و استعداده لتنفيذه .

3-درجة السرعة المطلوبة في الحل البديل، و الموعد الذي يراد الحصول فيه على النتائج المطلوبة.

4-مدى ملائمة كل بديل مع العوامل البيئية الخارجية للمؤسسة مثل العادات و التقليد.

5-المعلومات المتاحة عن الظروف البيئة المحيطة.

6-كفاءة البديل ،و العائد الذي يستحقه اتباع البديل المختار.

الفرع الخامس:متابعة تنفيذ القرارات و تقويمه.

يجب على متخذ القرار اختيار الوقت المناسب لإعلان القرار حتى يؤدي القرار احسن النتائج ،و عندما يطبق القرار المتخذ ،و تظهر نتائجه يقوم المستثمر بتقييم هذه النتائج ليرى درجة فاعليتها ،و مقدار نجاح القرار في تحقيق الهدف الذي اتخذ من اجله.

لذا فعملية المتابعة تنمي لدى متخذ القرارات او مساعديهم القدرة على تحري الدقة الواقعية في التحليل اثناء عملية التنفيذ مما يساعد على اكتشاف مواقع القصور و معرفة اسبابها و اقتراح سبل علاجها .

[1]-عبد الباري دره ،**الادارة الحديثة** ،مرجع سابق ،ص 71.

المطلب الثالث:اساليب اتخاذ القرارات .

يلجا متخذ القرارات في اداء مهمتهم الرئيسية و المتمثلة في صنع و اتخاذ القرار الى العديد من الاساليب التي تمكنهم من ذلك و تصف خطوات لما يجب القيام بها من اجل انجاز الهدف المنشود ،و في هذا الصدد توجد العديد من الاساليب و طرق صنع القرارات لا يسعنا ذكرها كلها . و لكن سوف نتطرق الى التي هي اكثر اهمية.

الفرع الاول:اسلوب القرار المبني على التجربة العلمية.

يعد اسلوب التجربة العلمية من الاساليب التقليدية التي تنطوي على استعمال و تكييف الاجراءات و الطرق المستخدمة سابقا في نفس المجال ،بمعنى اخر فان متخذ القرار من خلال التجربة العلمية يقوم بأداء العمليات و انجازها كما هو معتاد ،و لكي ينجح متخذ القرار فلابد من تماثل الظروف و المجال الذي يتخذ فيه نفس القرار.[1]

اي تم استعماله في الماضي و تكييفه لما يحدث في الوقت الحاضر ،مما يسمح و يساعد على سرعة التصرف و الالمام بالمشكل دون العمل على دراسته و تشخيصه ،يسترشد متخذ القرار في هذا النوع من الاسلوب بالإحساس اضافة الى معارفه و خبراته السابقة و

ممارسته في صنع القرار المناسب ،باعتماده على قاعدة الخبرة العملية فهو يبادر مباشرة بحل المشكل الطي يواجهه دون التطرق للدراسة المسبقة للموقف .

يعد هذا الاسلوب الاكثر انتشارا لنجاحه على المستوى العلمي ،ولكن رغم المزايا لكنه لا يخلو من العيوب ،حيث انه لا يفسح مجالا للإبداع و التجديد على اعتبار ان القرارات الصادرة اعتيادية و مرتبطة بالعادة بشكل كبير مما قد يحدث و ان لا يتماشى الوضع الحالي مع الوضع السابق لنفس القرار.

---

[1]-معالي فهمي حيدر ،**نظم المعلومات مدخل لتحقيق الميزة التنافسية** ،الدار الجامعية ،الاسكندرية ،مصر 2002 ،ص 118.

الفرع الثاني:اسلوب المواجهة و اتخاذ القرار.

يدعى هذا الاسلوب بأسلوب القرارات الابتكارية و فيه لا يسالك متخذ القرار المسلك المعتاد و يلجا لتكييفه على الوضع الحالي ،بل يميل للتجديد و التطوير في اسلوب صنع قرارته بتوظيف افكار جديدة لمسايرة التطور و التغير و تطبيق ما هو مستحدث ،حتى انه ينقل ميل التجديد و الابداع للمحيطين به لتحقيق الاهداف.[1]

لذا يعد هذا الاسلوب من الاساليب الاكثر مخاطرة و ذلك لأنه يقوم على التغير و التجديد و تطبيق ما توصل اليه العلم ،كما يتطلب التحلي بالصبر لان سرعة تنفيذ ما هو جديد قد نتج مخاطرة هامة.

الفرع الثالث:اسلوب اتباع القادة.

غالبا ما يصدر بناءا على ما اتبعه القادة في النشاط الممارس ،و هذا الاسلوب يعد ناجحا و ملائما للتطبيق عندما يقوم القادة بتطبيق المستحدث و الجديد و ذلك بقدرتهم على تحمل تكاليف البحوث و التطوير ،فإذا ما ثبت نجاح الفكرة نجد ان الباقي يطبقون نفس اسلوب القادة و تكون تكاليف البحوث و التطوير في حدها الادنى.

يعاب على هذا الاسلوب انه قد لا يستطيع متخذي هذه القرارات تحمل الخسارة الناجمة عن فشل القرار الذي طبقه القادة في نفس المجال و القادرة على تحمل المخاطر المحتملة .

نتيجة لما سبق عرضه من اساليب اتخاذ القرار المختلفة و بالمقارنة بينها ،يمكن القول انه لا توجد طريقة مثلى يمكن الاعتماد عليها كليا في صياغة مختلف الحلول و القرارات ازاء المشاكل المختلفة ،و يجب على صانع القرار الكفء اختيار الاسلوب الذي يتوافق و يتلاءم مع ظروفه و قدرته و امكانياته الخاصة المتوفرة ،حتى انه بإمكانه التوليف بين اكثر من اسلوب مسترشد بالظروف الراهنة.[2]

[1]-عبد الباري دره ،**نظام المعلومات مدخل لتحقيق الميزة التنافسية** ،مرجع سابق ،ص70.
[2]-عبد الباري دره ،**الادارة الحديثة** ،مرجع سابق ،ص 72.

المبحث الثاني:القرار الاستثماري

نتناول من خلال هذا المبحث مفهوم القرار الاستثماري و أنواعه.

المطلب الأول :مفهوم القرار الاستثماري

الفرع الاول:قرار الاستثماري.

يعتبر القرار الاستثماري خطوة أولية اللاختيار بين البدائل المتاحة من أجل تحقيق أكبر عائد ممكن و بأقل مخاطرة.

المطلب ثاني:المبادئ التي يقوم عليها قرار الاستثمار.

ينبغي على المستثمر أن يراعى بعض المبادئ في اتخاذ القرار ،ومن أهم هذه المبادئ ما يلي:

اولا: مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية : يجب على المستثمر عدم توجيه مدخراته لأول فرصة استثمار بل يجب عليه حسن اختيار الاداة الاستثمارية التي تتماشى و الاستراتيجيات التي تخص الاستثمار .

هذا الان البدائل الاستثمارية كثيرة و الاموال التي يمتلكها المستثمر تسم بالندرة .

ثانيا: مبدأ الخبرة و التأهيل : يقتضي هذا المبدأ أن القرار الاستثماري الرشيد يتطلب دراية و خبرة لذلك على المستثمر عديم الخبرة التوجيه الى خبراء الاستثمار من أجل المحافظة على أمواله و محاولة زيادتها .

ثالثا: مبدأ الملاءمة:هذا المبدأ يطبق في الواقع العملي عندما يقوم المستثمر باختيار المجال الملائم للاستثمار و يمكن تطبيقه فيما يعرف بالعالم الأعمال بإدارة الموجودات و التي من خلالها يتم المقايضة بعين عنصري المخاطرة و العائد.[1]

[1]-زرقاوي عبد الكريم ،**استخدام الاساليب المحاسبية الادارية في اتخاذ القرارات الاستثمارية** ،مرجع سابق ،ص 53.

الفرع الثالث: أنواع القرارات الاستثمارية.

يوجد ثلاثة أنواع للقرار الاستثماري و هي تتمثل في :

اولا: قرار الشراء:و يتمثل هذا القرار في حيازة الأصول المالية، و يكون ذا أهمية عندما تكون القيمة الحالية للمتدفقات النقدية المتوقعة أكبر من قيمته السوقية ، و هنا تتولد الرغبة لدى المستثمر لاتخاذ قرار الشراء.

ثانيا: قرار عدم التداول:في هذه الحالة يجد المستثمر نفسه أمام حالة تتساوى فيها القيمة الحالية مع القيمة السوقية للأمل محل التداول و في ظل المخاطرة، فيكون فيكون أحسن القرار ألا يجازف لا بالبيع و لا بالشراء.

ثالثا: قرار البيع :يلجأ المستثمر إلى هذا القرار عندما تكون القيمة السوقية أكبر من القيمة الحالية للتدفق النقدي الذي يحققه ، و ذلك تكون الفرصة مواتيه لاتخاذ قرار البيع لتحقق أعلى ربح ممكن .

المطلب الثالث:العوامل المؤثرة في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

الفرع الاول:العوامل الانسانية.

ان عملية اتخاذ القرار من طرف المدير متخذ القرار قد تكون نابعة لمن شخص أو من سلوك مساعديه و غيرهم ممن يمسهم القرار ،و سيتم تناول كل من طرف في عملية اتخاذ القرار كالآتي :[1]

اولا:المدير متخذ القرار :يختلف متخذي القرار في معالجتهم للمشكلات كما أقرا بوجود نمطين لاتخاذ القرارات الفعالة ،النمط الاول يركز على المشكلة و هو النموذج الياباني ،أما النمط الثاني فهو يركز على الحل للمشكلة محل القرار و هو النموذج الأمريكي ،و من أهم العوامل النابعة من شخصية المدير التي تبين مدى تأثيرها على عملية اتخاذ القرار تتمثل في النقاط التالية :

[1]-محمد مطر ،**الادارة الاستثمارات (الاطار النظرى و التطبيقات العلمية)** ،الطبعة 3 ،دار وائل للنشر ،عمان ،2004 ،ص 42.

1-فهم المدير العميق و الشامل للأمور:أي أنه من واجب متخذ القرار الالمام بجميع المعارف حتى يتمكن من الالمام بخطوات اتخاذ القرار و تسلسلها و العلاقة بينها .

2-قدرة المدير على التوقع :حيث تمكنه من التطلع للمستقبل و فحص احتمالائه ،ما يمكنه من التقدير السليم للموافق .

3-مؤهل المدير و تخصصه في مجال الادارة :يجب على المدير أن يتوفر على المؤهل العلمي العالي ما يجعله ذا معرفة واسعة بالتنظيم و أهدافه و أن يكون ملما بالأساليب العلمية المتبعة في تسير المؤسسة و حل مشاكله.

أ-القدرة على تحمل المسؤولية لتحسين أراء المؤسسة .

4-**اتجاهات المدير و أخلاقياته و قيمة** :يختلف المدراء و القادة في مناهجهم الخاصة باتخاذ القرارات نظر لاختلاف بيئة التكوين .

أ-خبرة المدير و مدى قدرته على الاستفادة من المعلومات المتوفرة لديه.

ثانيا:المساعدون و المستشارون الذين يستعين بهم المدير :

مساعد و المدير و معاونه :تتأثر القرارات المتخذة من طرف المدير بمجموعة من العناصر تنشأ انطلاقا من المحيط الاداري الخاص به توجزها فيما يلي :

مدى سلامة علاقة المدير بمعاونيه.

1-المستشارون و الخبراء المتخصصون .

2-مدى سلامة اختياره لمعاونيه.[1]

ثالثا: المرؤوسين و غيرهم ممن يمسهم القرار:يتضح دور المرؤوسين و تأثيرهم في قرارات المدير في المراحل الأولى لعملية اتخاذ القرار من خلال تقديم الاقتراحات و

---

[1]-زرقاوي عبد الكريم ،**استخدام الاساليب المحاسبية الادارية في اتخاذ القرارات الاستثمارية** ،مرجع سابق ،ص 53.

التطورات و الاتجاهات التي يرونها تخدم مصالحهم اضافة الى دورهم في مرحلة تنفيذ القرار في حالة قناعتهم بصحة القرار المتخذ.

الفرع الثاني:العوامل التنظيمية

اولا:القوة الكاملة :في الموقف الاداري الذي خلق المشكلة محل القرار و هي تتمثل في :

1- نمط التنظيم و تعدد المستويات الادارية فيه.

2- طبيعة المشكلة محل القرار و درجة تعقدها و الوقت المتاح لحلها.

3- نوع القرار و أهميته.

4- مدى ملاءمة الظروف البيئية.

ثانيا:الاتصالات الادارية :تحدد مدى فاعلية هائه الاتصالات ب :

1- مدى قدرة المدير على تنمية الفهم بينه و بين موظفيه.

2- طريقة المدير في الاتصال.

3- مدى قدرة المدير على الوقوف على رد فعل رسالته من جانب مستقبليها.

4- مدى استجابته لمتطلبات الموقف في اتصالاته.

ثالثا:التفويض و اللامركزية الادارية :ان عملية اتخاذ القرارات تتأثر بدرجة اللامركزية الادارية التي نحبها في الحالات التالية :[1]

1- ازدياد عدد القرارات الادارية في الادارات الدنيا.

2- اتساع دائرة اتخاذ القرار من حيث النوع و مستوى الادارة.

3-انخفاض عمليات الفحص و التدقيق....الخ.

---

[1]-محمد مطر ،**الادارة الاستثمارات** ،مرجع سابق ،ص 43.

الفرع الثالث:العوامل البيئية :يقول المؤرخ الانجليزيAenold twinbi أن الجنس البشري يتناسب طرديا مع قدرته على مواجهة البيئة المحيطية به و التغلب عليها.[1]

[1]-زرقاوي عبد الكريم ،**استخدام الاساليب المحاسبية الادارية في اتخاذ القرارات الاستثمارية** ،مرجع سابق ،ص 55.

المبحث الثالث:الاساليب المستخدمة لاتخاذ القرار الاستثماري في ظل المخاطرة و عدم التأكد.

المطلب الاول:الاساليب المستخدمة في ظل حالة المخاطرة.

الفرع الاول:مفهوم المخاطرة.

الخسارة المتوقعة عن القرار المتخذ في ظل حدث معين.

في مجال القرارات ذات البعد المالي و الاستثماري على انها الانحراف المحتمل في التدفقات النقدية الفعلية عن التدفقات النقدية المتوقعة لحظة اتخاذ القرار.

الفرع الثاني:معيار الامل الرياضي لصافي القيمة الحالية كأحد المعايير المستخدمة في تقييم الاستثمارات.

تتميز ظروف اتخاذ القرار التي تستدعي استخدام هذا المعيار ما يلي:

1-وجود اكثر من بديل للوصول الى الهدف المطلوب المتمثل في حالات الطبيعية المستهدفة.

2-حالات الطبيعية المستهدفة تحدث بنسبة احتمالية مختلفة كانت او متساوية.

3-ان مجموع احتمالات حدوث حالات الطبيعية السابقة يساوي الواحد الصحيح و يمكن كتابة الصيغة التالية:

$$I=1pj=P1+P2+P3+P4+P5+\ldots\ldots+Pn=1$$

يمكن تحديد البديل الافضل موجب هذا المعيار انطلاقا من:[1]

$$i=1، 2، 3 \ldots\ldots m \qquad MVi=1*ij *Pi$$

Xij:قيم المتغير العشوائي لحالة الطبيعية رقم ازالة البديل.

1-زروقاوي عبد الكريم ،**استخدام الاساليب المحاسبية الادارية في اتخاذ القرارات الاستثمارية** ،مرجع سابق ،ص 106.

Pi:قيم احتمال حدوث حالة الطبيعية المستهدفة رقم.

و بتعويض قيمة صافي القيمة الحالية نجد:

Pi :قيم احتمال حدوث حالة الطبيعية المستهدفة رقم .

$$E(VAN)=E^{n}{}_{1}E(cfn)-I_0$$

E(VAN):التوقع الرياضي لصافي القيمة الحالية.

E(CFn):التوقع الرياضي لصافي التدفقات النقدية.

قاعدة الفرار في حالة استخدام الامل الرياضي كقاعدة للتقييم:

في هذه الحالة لا يخرج القرار عن ثلاث حالات و هي:

اذا كان E(Van) اكبر من الصفر يقبل المشروع.

اذا كانE(Van) اقل من الصفر يرفض المشروع.

اذا كان المستثمر امام اكثر من بديل يتم قبول المشروع الذي يحقق اكبر قيمة متوقعة لصافي القيمة الحالية.

الفرع الثالث:التباين كأحد اساليب قياس درجة المخاطر للمشاريع الاستثمارية.[1]

يعتبر التباين احد مقاييس التشتت حيث يستخدم الى جانب الانحراف المعياري لقياس درجة التشتت عائدات المشروع عن القيمة المتوقعة لها ،كما انه يعلم المسيرين عن درجة

المخاطرة التي يحملها المسيرين في مشروع جديد ،و بهذا فان القرار الاستثماري يتخذ تحت ضوء سؤالين هما:

- هل ان درجة المخاطرة المعرفة بالتباين مسموح به من طرف المستثمرين ؟
- هل ان مردودية المشروع الاستثماري الجديد تغطي درجة المخاطرة المشروع ؟

[1]زروقاوي عبد الكريم ،**استخدام الاساليب المحاسبية الادارية في اتخاذ القرارات الاستثمارية** ،مرجع سابق ص 108.

و يحسب التباين التوزيع من العلاقة :[1]

$$V(VAN)=EE(VAN)^2-(E(VAN))^2$$

و من الواضح استنتاج قيمة الانحراف المعياري كالأتي:

$$E(VAN)=V(VAN)$$

حيث :V(VAN):تباين صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية.

E(VAN):الانحراف المعياري لصافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية.

-قاعدة القرار بالنسبة لمعيار التباين و الانحراف المعياري:

هناك ثلاث حالات حسب شخصية متخذ القرار:

-**اذا متخذ القرار متفائل:**يختار المشروع الذي يحقق اكبر عائد و ان كانت نسبة المخاطرة مرتفعة[1].

-**اذا متخذ القرار متشائم:**يختار المشروع الذي يحقق عائدا بمعدل مخاطر منخفضة.

-اذا متخذ القرار وسطي:يختار المشروع ذو معدل المخاطرة المعقول و العائد الموافق لهذا المعدل.

استخدام (VAN) (VAN)

-نفرض وجود مشروعين X ،Y نود المفاضلة بينهما،توجد ثلاث حالات وهي:

أ-حالة تساوي التوقع الرياضي لصافي القيمة الحالية للمشروعين مع اختلاف قيمتي التباين او الانحراف المعياري ،حيث:

$$E(VAN)_x=E(VaN)_y$$

---

[1]-زروفاوي عبد الكريم ،**استخدام الاساليب المحاسبية الادارية في اتخاذ القرارات الاستثمارية** ،مرجع سابق ص 110.

ب- حالة الاختلاف التام لقيم التباين ،الانحراف المعياري و الامل الرياضي X ،Y للمشروعين

$$E(VAN_x)>E(VAN)_y$$

في الحالة يتم قبول المشروع X نظرا لتحقيقه اكبر عائد بأقل خطر.

ج-حالة الاختيار على اساس المردودية و الخطر:

اذا كان الاختيار على اساس المردودية فالقرار في صالح المشروعY.

اما اذا كان القرار المتخذ يعتمد على تجنب المخاطرة فالاختيار يقع على X .

ولحل هذا المشكل نستخدم مقياس احصائي اخر يعرف باسم توقع تباين ،"ماركو فيتش " او عوضا عنه نستخدم مقياس اخر يعرف بمعامل الاختلاف ،والذي يستعمل للتعبير عن المشاريع البديلة ،و يحسب معامل الاختلاف من خلال المعادلة التالية:[1]

$$COV=E(VAN)/E(VAN)$$

حيث ان قسمة الانحراف المعياري على التوقع الرياضي تعبر عن هذا المعامل

الفرع الرابع:شجرة القرارات كأحد اساليب اتخاذ القرارات الاستثمارية:

اولا:تعريف شجرة القرارات:هي عبارة عن تمثيل او رسم لعملية اتخاذ القرارات بشكل يسهل معه تحديد مراحل اتخاذها ،و تستعمل هذه الطريقة لحل المشاكل الكبيرة او متعددة المراحل

على عكس مصفوفة القرارات التي تستخدم لحل المشاكل البسيطة ولهذه الشجرة هيكل معين و برموز خاصة و هي:

1-نقطة اتخاذ القرار:و عندما يتم اختيار افضل بديل من بين مجموعة البدائل المرتبطة بها.

[1]-محمد الطروانة ،سليمان عبيدات ،**مقدمة في بحوث العمليات**،الطبعة 1 ،دار المسيرة النشر و التوزيع ،عمان ،2009 ،ص 15.

2-نقطة اتصال:او حلقة الوصل بين مجموعة من حالات الطبيعية او البدائل او بينهما معا.

ثانيا:مكونات شجرة القرارات و خطوات رسمها و تحليلها:

شجرة القرارات مع مصفوفة القرار لهما نفس المكونات وهي:

-حالات الطبيعية. —النتائج.

-البدائل. —الاحتمالات.

ثالثا:خطوات رسم شجرة القرارات:[1]

عند رسم شجرة القرارات فإننا نبدأ من اليمين الى اليسار و ذلك حسب ما يلي:

1- تعريف المشكلة و تحديدها و وضع نقطة القرار.

2- تحديد البدائل و ربطها بنقطة القرار.

3- القيام بعملية الوصل بين كل البدائل و حالات الطبيعية المرتبطة بها.

4- وضع نتيجة كل بديل تحت حالة الطبيعة الخاصة بها.

وعلى عكس خطوات رسم شجرة القرار فان عملية تحليل تبدأ من اليسار الى اليمين.

رابعا:تحليل شجرة القرارات

يتم حساب القيمة المتوقعة لعائد او تكاليف كل بديل و ذلك كالاتي:

القيمة المتوقعة لعائد او تكلفة كل بديل ن بديل احتمالات حالات الطبيعية.

جمع نتائج العملية السابقة لكل بديل بمفرده.

المقارنة بين القيم للنتائج المجمعة و اختيار افضلها و وضعها داخل نقطة القرار النهائية.

[1]-محمد الطروانية سليمان عبيدات ،**<u>مقدمة في بحوث العمليات</u>** ،مرجع سابق ،ص 18.

-عند وجود اكثر من نقطة قرار فإننا نطبق نفس الخطوتين لاتخاذ القرارات المناسبة بشأنها وذلك بحذف البدائل غير المجدية و هذا ما يصعب تطبيقه اثناء استخدام مصفوفة القرار.

سنتطرق من خلال هذا المبحث على الاساليب المستخدمة في اتخاذ القرار الاستثماري في حالة التأكد او في حالة المخاطرة اضافة الى الاساليب المستخدمة في ظل عدم التأكد.

المطلب الثاني:الاساليب المستخدمة في حالة التأكد

توجد ثلاث اساليب مستخدمة في هذه الحالة و فيما يلي سيتم التطرق لهذه الاساليب بشيء من التفاصيل كالأتي:

الفرع الاول:طريقة صافي القيمة الحالية :

تعتبر هذه الطريقة من اكثر الطرق استخداما في الواقع العملي مقارنة بباقي الطرق (فترة الاسترداد ،و معدل المحاسبي)لأنها نزاعي القيمة الزمنية و هي تمثل الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلية و القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة ،و هي تقوم على افتراض ان كل التدفقات النقدية الداخلة و الخارجة يتم خصمها باستخدام اقل معدل عائد مقبول تريد المؤسسة تحقيقه ،وهو يمثل عادة ما يعرف بتكلفة راس المال الشركة وهو يأخذ عدة تسميات منها:[1]

-تكلفة الفرصة البديلة للأموال في حالة استثمارها خارج الشركة.

-معدل العائد المطلوب. –معدل الخصم.

وتستخرج القيمة الحالية للتدفقات المتوقعة لكل مشروع على حدى من خلال المقارنة بين التدفقات النقدية الداخلة و الخارجة بالاعتماد على معدل خصم مقبول ومنه نجد:

1-اذا كانت القيمة الحالية موجبة يكون المشروع مقبول عموما طالما ان العائد اكبر من معدل العائد المطلوب.

[1]-محمد الطراونية سليمان عبيدات ،**مقدمة في بحوث العمليات** ،مرجع سابق ،ص 20.

2-اذا كانت القيمة الحالية سالبة يكون المشروع مقبول عموما طالما ان العائد اقل من معدل العائد المطلوب.

3-اذا كانت القيمة الحالية تساوي صفر يكون المشروع مقبول عموما طالما ان العائد يساوي معدل العائد المطلوب.

والجدول رقم01: كيفية تحليل صافي القيمة الحالية للقرار المقترح :[1]

البند	السنة	يمة التدفق نقدي	%المعامل	القيمة الحالية للتدفقات النقدي
لوفرات السنوية	n-1	X'	M%	R
الاستثمار المبدئي	الان	x دينار	M%(xدينار)	
صافي القيمة الحالية				VAN

المصدر :من اعداد الطالبات.

من الجدول السابق يمكن تحليل صافي القيمة الحالية للمشروع كالتالي:

1- تتم مقارنة القيمة الحالية للوقورات السنوية بالقيمة الحالية للاستثمار المبدئي و بعد عملية الطرح بين القيمتين تستخرج صافي القيمة الحالية.

2- تحدد القيمة الحالية من عملية الطرح نوعية القرار الواجب اتخاذه ،فإذا كان يساوي صفرا او اكبر يكون الاستثمار مقبولا ،اما اذا سالبا يكون المشروع غير مقبول.

ويتم حساب صافي القيمة وفقا للمعادلة التالية:

القيمة الحالية للاستثمار-NO)*(التدفق النقدي المتوقع/معدل الخصم/1)=

حيث:NO =مجموع التدفقات النقدية.

[1]-احمد نور ،**مبادئ المحاسبة الادارية** ،الدار الجامعية ،القاهرة ،مصر ،ص 300.

VAN=صافي القيمة الحالية.

الفرع الثاني:طريقة فترة الاسترداد

اولا:تعريف:هي المدة التي يتم من خلالها تجميع المبالغ المالية التي انفقت في مشروع استثماري.

(التدفقات الجديدة و المتراكمة)لتغطية مبلغ الاستثمار ككل ،و تحسب وفق المعادلة التالية:[1]

فترة الاسترداد=الاستثمار المبدئي/مبالغ التدفقات النقدية الداخلة بعد الضرائب

الجدول رقم 02:المعطيات الاولية لحساب فترة الاسترداد.

البيان	المشروع المقترح الاول	المشروع المقترح الثاني
تكلفة انجاز المشروع		
التدفق النقدي السنوي بعد الضرائب		
قيمة الخردة	-	-
المدة	n-1	n

المصدر :من اعداد الطالبات.

ويتم حساب فترة الاسترداد حسب الحالتين التاليتين:

1-حالة اعتبار قيمة الخردة غير N1 N2 فإن الاستثمار الثاني احسن من الاستثمار الاول مستردة

و العكس صحيح.

2-حالة اعتبار قيمة الخردة مستردة ،في هذه الحالة تعتبر قيمة الخردة تدفق نقدي داخل.

[1]-زروقاوي عبد الكريم ،**استخدام الاساليب المحاسبية الادارية في اتخاذ القرارات الاستثمارية** ،مرجع سابق ،ص 66.

الفرع الثالث:طريقة معدل العائد المحاسبي.

اولا:تعريف:ويسمى ايضا معدل العائد على الاستثمار او معدل العائد السنوي البسيط.

ويعرف على انه نسبة صافي الربح السنوي الى قيمة الاستثمارات الاولية.

ويتم حسابه وفق العلاقة التالية:[1]

معدل العائد المحاسبي=صافي الربح المحاسبي/متوسط راس المال المستثمر.

حيث ان:**متوسط راس المال المستثمر=راس المال المستثمر اول المدة+راس المال المستثمر.**

نهاية المدة/2

عند استخدام طريقة معدل العائد المحاسبي من خلال المقارنة بين البدائل الاستثمارية سيتم قبول المشروع الذي يعطي اعلى عائد محاسبي لان هدف المؤسسة هو تحقيق اكبر ربح ممكن.

الفرع الرابع:شجرة القرارات كأحد اساليب اتخاذ القرارات الاستثمارية.

اولا:تعريف:هي عبارة عن تمثيل او رسم لعملية اتخاذ القرار بشكل يسهل مراحل اتخاذها وتستعمل هذه الطريقة لحل المشاكل الكبيرة او متعددة المراحل ،ولهذه الشجرة هيكل معين و برموز خاصة هي كالأتي:

1- **نقطة اتخاذ القرار:**وعندما يتم اختيار افضل بديل من البدائل الموجودة.

2- **نقطة اتصال:**او حلقة الوصل بين مجموعة من البدائل.

---

[1]-زروقاوي عبد الكريم ،**استخدام الاساليب المحاسبية الادارية في اتخاذ القرارات الاستثمارية** ،مرجع سابق ،ص 80.

ثانيا:مكونات شجرة القرارات و خطوات رسمها و تحليلها:

تتكون من:-حالات الطبيعة. –البدائل.

-النتائج. –الاحتمالات.

ولتوضيح شكل شجرة القرارات و فهم خطوات تحليلها لدينا الشكل التالي:

و نستخدم شجرة القرارات في:[1]

1-تقييم ماهية الاستجابات في مواجهة المخاطر من خلال البدائل التي تولد التبعات الافضل المتوقعة .

2-قياس مقدار تكلفة فشل المشروع المحتملة بالمقابل مع المنافع من نجاح المشروع.

3-كما تستخدم في حالة القرار ما بين البدائل المختلفة لمواجهة الخطر.

المطلب الثالث:الاساليب المستخدمة في اتخاذ القرارات الاستثمارية في ظل عدم التأكد.

الفرع الاول:نظرية المباريات (الالعاب)[1]:يعود الفضل في ظهور هذه الطريقة الى العالم الفرنسي

Emil Borel برهن على اسس هذه النظرية Von Neuman و التي تسمى بنظرية

Mini،و تستخدم هذه النظرية خصوصا في المجالات العسكرية و كذلك على المستويات Max

الفردية و المدنية، ومن بين المصطلحات المتعلقة بهذه النظرية ما يلي:

1- اللاعب:ان العناصر المتناسبة يطلق عليها الخصوم و كل طرق يسمى لاعبا و له دور في عملية اتخاذ القرار عن طريق الاستراتيجية المناسبة له.

2- الاستراتيجية:مجموعة خيارات محددة او محددة امام كل لاعب.

---

[1]-محمد الطروانة ،سليمان عبيدات ،**مقدمة في بحوث العمليات** ،مرجع سابق ،ص 20.

3- مصفوفة الدفع: هي عبارة عن مصفوفة ذات اعمدة و صفوف عناصرها تمثل النتائج المتحصل عليها و لهذه النظرية قواعد تقوم عليها وهي تتمثل في:

-عدد المشاركين في المباراة محدد.

-عدد الاستراتجيات امام كل لاعب محددة.

-ما يختار اللاعب من استراتيجية لا يعرف بها اللاعب الاخر.

-القرارات المتخذة تقيد بعضها فيما يخص الربح المحقق من طرف كل لاعب.[1]

اولا:انواع المباريات: و تصنف الى:

1- **حسب عدد اللاعبين:** في هذه الحالة يمكن تقسيمها الى ثنائية او غير ثنائية.

2- حسب النتائج: و تصنف الى مباراة صفرية او غير صفرية اضافة الى الاستراتيجية المتبعة سواء مختلطة او واضحة.

أ-المباريات الثنائية الصفرية ذات الاستراتيجية الواضحة: و تشتمل على لاعبين في حالة منافسة تامة اي ان ربح احدهما يعني خسارة الطرف الاخر ،بإضافة الى ان كل لاعب يتبع استراتيجية معينة.

ب-المباريات الثنائية ذات الاستراتيجية المختلطة: ان احسن طريقة لمعرفة الاستراتيجية المتبعة ان تستخدم Mini Max و إلا فان الاستراتيجية المتبعة مختلطة.

ج-المباريات غير الثنائية: ونجد هذه الحالة في الاوساط التنافسية التي يفوق فيها عدد الشركات اثنين ،مما يؤدي بالشركات للاهتمام باستراتجيات اخرى تكون محل اهتمامها.

[1]-محمد الطراونية ،سليمان عبيدات ،**مقدمة في بحوث العمليات**،مرجع سابق ،ص 21.

خاتمة الفصل الثاني:

من خلال ما سبق نستخلص ان اختيار النشاط الذي يتم على اساسه توظيف اموال المستثمر ليس بالأمر الهين ،بحيث يجب على المؤسسة متخذي القرار ان يقوم بدراسة دقيقة لذلك القرار و ان يأخذ بعين الاعتبار كل الظروف المحيطة به سواء كانت اقتصادية او اجتماعية او سياسية ،بما في ذلك درجة المخاطرة حيث نجد ان نجاح المؤسسة ما هو إلا ترجمة للقرارات المتخذة بشان ما تتعرض له المؤسسة في حياتها من صعوبات ناتجة عن تعقد بيئة اتخاذ القرارات خاصة الاستثمارية التي هي محل دراستنا حيث انها تعتمد على رؤوس اموال طائلة و طاقات بشرية متنوعة و فعالة.

الفصل الثالث:

اثر التمويل على اتخاد القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية.

تمهيد:

إن موضوع تكلفة رأس المال يعد من المواضيع الأكثر تعقيدا أو صعوبة و التي يجب على المسير المالي للمؤسسة التعامل معها بحذر و دقة و يمكن إرجاع ذلك إلى تعدد أهداف حساب تكلفة رأس المال ،من اتخاذ القرار الاستثماري إلى قياس جودة فعالية مصادر التمويل ،منها إلى قياس مردود ية المشاريع الاستثمارية...و غيرها كما يمكن إضافة إلى ما سبق تأثير عنصر عدم التأكد ،حيث إن مختلف مصادر التمويل المتاحة قد لا تعطي بالضرورة عوائد موجبة و مؤكدة في مواعيد محددة يقينا.

فالمدير المالي يجد نفسه أمام مجموعة من الصعوبات التي تتمثل في مجملها في اختيار و ترتيب أوليات مقترحات الاستثمار وفق الربحية ،لهذا لابد التعرف على تكلفة التمويل لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

الفصل الثالث:اثر التمويل على اتخاذ القرارات

المبحث الاول: تكلفة التمويل

إن قرار الاستثمار يعتبر من الاستثمارات الاستراتيجية في الإدارة المالية و التي يقبل فيها الخطأ و يتوقف قبول أي مفتوح استثماري على العائد المتوقع الذي يجب أن يكون أكبر من تكلفة تمويله .

و تمول المؤسسة مقترحاتها الاستثمارية من مصادر التمويل طويلة الأجل المختلفة و لقبول المقترحات يجب مقارنة العائد المتوقع مع تكلفة الاستثمار أي الاستثمار الذي عائد المتوقع أقل من التكلفة تمويله، لذا يجب التخلي عنه.

و لحساب تكلفة التمويل نولي أهمية كبرى للإدارة المالية المؤسسة بحيث يحقق لها عدة فوائد منها:

*حساب تكلفة التمويل لكل عنصر على حدى من مصادر التمويل يساعد المؤسسة في اختيار مصادر التمويل الأقل تكلفة.

*استخدامه لمعيار المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال و ذلك باختلاف مصادر التمويل لكل مشروع.

*حساب تكلفة التمويل في تقييم المشروعات وذلك بالمقارنة بين العائد المتوقع و تكلفة التمويل[1].

*إن هدف المؤسسة لتعظيم قيمتها يستلزم أن تكون مدخلات المؤسسة في حدودها ،و لغرض تخفيف تكلفة التمويل يجب حسابها ،و يمكن تكلفة التمويل فيما يلي:

-المصروفات لسنوية أو الاحتياطات النقدية التي يتحملها المستثمرون أو الدخل الضائع و كذلك صرف الأموال

-التكلفة التاريخية و قد استخدام رأس المال في المؤسسة أو تكلفة الاستبدال.

---

[1]-حمزة الشميخي ،**الادارة المالية الحديثة** ،دار الصفاء للنشر و التوزيع ،الاردن ،الطبعة 1 ، 1998 ،ص 363.

-التكلفة معبرا عنها بالمدفوعات التاريخية او معبرا عنها بالمدفوعات الماضية.[1]

-التكلفة في ضوء الهيكل التمويل المالي أو الاقتراض الأمثل .

-التكلفة على أساس ظروف السوق الحالية أو التكلفة على أساس الظروف العادية أو الأجل الطويل.

-التكلفة معبرا عندما بمبلغ سنوي معبر عنها بالدنانير أو بمعدل أو قيمة سنوية.

المطلب الاول:مفهوم تكلفة التمويل و العوامل المحددة له

الفرع الاول:تكلفة التمويل

هي الحد الادنى الذي تتطلبه المؤسسة للاستثمارات الجديدة ،او هي الحد الادنى للعائد الذي يجب ان تحققه المؤسسة على موجداتها لكي ترضي مجموع المستثمرين فيها الذي يضمن بقاء سعر السهم العادي بدون تغيير.

فتكلفة التمويل هي حجر الزاوية بالنسبة للإدارة المالية ،فهي توجهها نحو تعظيم حقوق الملكية و ذلك بقبول المشروعات التي عائدها أكبر من التكلفة الأموال التي تستخدمها في تلك المشروعات و تحقق لها هيكل تمويل أمثل.

الفرع الثاني: العوامل المحددة لتكلفة التمويل

نظرا لاختلاف مصادر التمويل في المؤسسة سواء كانت أموال الاقتراض أو أسهم عادية أو ممتازة أو أرباح محتجزة ،فيكون هناك اختلاف في تكلفة هذه الأموال بالارتفاع أو الانخفاض ،و هناك في عوامل تؤثر في تكلفة التمويل و هي :

1-**الظروف الاقتصادية العامة** :و تتمثل في الطلب و العرض على الاموال داخل السوق،أيضا مستوى التضخم المتوقع ،فالمستثمرون يطلبون عائد يتوافق مع الانخفاض المتوقع في القدرة الشرائية للعملة.

[1]-حمزة الشميخي ،**الادارة المالية الحديثة** ،دار الصفاء للنشر و التوزيع ،الاردن ،الطبعة 1 ،1998 ،ص 363.

2-الظروف السوق :و هي تمثل القوة السوقية للأوراق المالية للمؤسسة المتعلقة بالظروف التشغيلية و المالية للمؤسسة ،أي درجة المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون بقيمة ابداع أموالهم للمؤسسة ،ويظهر ذلك في علاوة مخاطر ،أي هي مقدار العائد الاضافي فوق معدل العائد الخالي من المخاطر ،المطلوب من قبل المستثمرين مقابل تحمل جملة من المخاطر نتيجة الاستثمار.

3–حجم الأموال المطلوبة للاستثمارات الجديدة [1]: آي أن تكلفة الاموال تتأثر بحجم الأموال فكلما زاد حجم الأموال المطلوبة زادت نسبة المخاطر واختلاف مصادر التمويل كالقروض و الاسهم و اموال الملكية ذلك أن لهم الحق في الحصول على الفوائد بعض

النظر عن نتيجة المؤسسة ان كانت ربحا أو خسارة ،كمالهم الحق في الحصول على مستحقاهم قبل غير هم في حالة التصفية ،اضافة إلى أن أصحاب الأسهم الممتازة الحق في الحصول على مستحقاتهم قبل أصحاب الأسهم العادية ،و عليه فإن تكلفة التمويل تنخفض بانخفاض المخاطر.

المطلب الثاني: تكلفة التمويل قصيرة الأجل.

تكلفة الائتمان التجاري مجاني ،و ذلك في حالة التزام المشتري بشروط البائع لكنه يصبح مكلفاتي الحالات التالية :

-عدم الاستفادة من الخصم .

-تجاوز فترة الائتمان قد يؤدي بصاحبه لدفع الفائدة .

-إذا كان هناك فرق بين الشراء نقدا و الشراء لأجل .

أما الائتمان المصرفي كلفته تتلخص في الفوائد و العمولات التي تدفعها المؤسسة لقاء الحصول على الاعتماد[2].

1-حمزة الشميخي ،**الادارة المالية الحديثة** ،مرجع سابق ،ص 370.
2-زرواطي سعدية ،مرجع سابق ،ص 46.

المطلب الثالث:تكلفة التمويل طويلة الاجل

الفرع الاول:تكلفة القروض طويلة الاجل[1]

,تكون اما في شكل سندات مطروحة للاكتتاب العام او في شكل قروض طويلة او اتفاقيات خاصة ،و ينجر عنها تدفقات نقدية خارجية من امؤسسة و تدفقات نقدية خارجية من المؤسسة او داخلها عند بيع السند و التدفقات الخارجية تتمثل في:

-الفوائد السنوية او النصف سنوية وفقا للاتفاق.

-علاوة السداد ان وجدت كما هي في حالة السندات .

-دفعات السداد للأصل وتاريخ اللأداء.

-سعر الإصدار للسند أو القيمة المحصلة من القروض ،و تكلفة الأموال المقترضة هي معدل العائد الواجب كسبه على الاستثمارات الممولة بالقروض من أجل أن لا تتأثر المناصب المرتبطة بجملة الأسهم العادية ،أي يجب أن تتعادل تكلفة الأموال المفترضة مع الخصم الذي يحقق التوافق بين التدفقات الداخلة و الخارجة للقرض .

تتميز عملية حساب تكلفة الديون طويلة الأجل بالسهولة النسبية، و قد يكون الدين طويل الأجل محدد بفترة زمنية لسداده أو يكون مستمرا.

أولا: تكلفة الديون المستمرة:

هي القروض طويلة الأجل تبقى لدى المؤسسة بشكل دائم و لا يسدد خلال حياة المؤسسة الإنتاجية،مثل السندات و القروض طويلة الأجل المتجددة ،و غالبا ما تكون القروض محددة بفترة زمنية و العناصر التي تدخل في حساب تكلفتها هي [2]:

1-عبد الغفار حنفي ،**الادارة المالية المعاصرة (مدخل اتخاذ القرارات (المكتب العربي الحديث))** ،الاسكندرية ،1993 ،ص 449.
2-محمد يونس خان ،**الادارة المالية** ،مركز الكتب الاردني ،الاردن ،1995 ،ص 164.

-سعر الفائدة و الذي يكون في شكل نسبة مئوية من القرض ،وهذه الفوائد تكون معناه من الضريبة ،لأنها تعتبر عنصر من عناصر كلفة الانتاج و تعامل مثل بقية النفقات التي تخصم من إيرادات المؤسسة قبل دفع الضرائب .

أ-السعر الاسمي:و هو السعر الذي يدفعه الشخص لشراء السند دون زيادة أو نقصان عن القيمة ذلك السند.

ب-السعر المخصوم:هو سعر يقل عن السعر الاسمي للسند بقيمة معينة.

ج-السعر الإضافي:مضاف إليه نفقات الإصدار.

ان عملية حساب تكلفة الديون طويلة الأجل تبدأ بحساب سعر الفائدة على الدين،و الذي يجب تعديله ليشمل السعر الفعلي المدفوع كثمن للسند سواء كان اسميا أو مخصوما أو إضافية،

و يمكن حساب تكلفة الديون من المعادلة التالية:[1]

تكلفة الدين قبل الضريبة د=ف/س ب

التكلفة بعد الضريبة د ن = ف/س ب *1- ن

حيث أن:

د:تكلفة الدين قبل الضريبة. د ت:تكلفة الدين بعد خصم الضريبة.

ت:نسبة الضريبة. ف:الفوائد المدفوعة سنويا.

س ب: سعر بيع السندات[1]

مثال:حصول احدى مؤسسات الاعمال على قرض طويلة لأجل 50000 دينار،بفائدة تقدر ب 8 سنويا و كانت الضريبة 30 المؤية ،و لنفرض أنه تم اصدار القرض بالأسعار التالية:[2]

[1]-محمد يونس خان ،**الادارة المالية**،مركز الكتب الاردني ،الاردن ،1995، ص 164.
[2]-محمد يونس خان ،**الادارة المالية**،مرجع سابق ،ص 166.

معدل خصم 10 بعلاوة 10 مع العلم انه لا توجد نفقات اصدار.

-و المطلوب:حساب تكلفة التمويل في هذه الحالات؟

بما ان سعر الفائدة هو 8 فان المبلغ السنوي هو 4000 دج اي

50000*8=4000د

1-في حالة اصدار السند بالقيمة الاسمية:4000 /50000 * (1-0.3)=5.6

2-في حالة اصدار السند بخصم 10

يصبح سعر السند =50000 - (50000*0.1)=45000

تكلفة القرض بعد الضريبة = 4000/45000* (1-0.3)=4.22

3-في حالة السند بعلاوة 10:

اي ان مبلغ القرض يصبح 50000+ (50000*0.1)=55000

و تكلفة القرض بعد الضريبة= 4000/55000*(1-0.3)=5.11

2-تكلفة الديون المسترجعة او المستردة:[1]

تشكل الديون المستردة او المحددة بالزمن طويلة الاجل التزاما على المؤسسة ،و يجب تسديده خلال فترة زمنية محددة في فترة استهلاك القرض ،و يتم تسديد اصل مبلغ القرض اما:

-بدفعه واحدة في موعد استحقاق القرض.

-بعدد من الدفعات و تتمثل في أقساط متساوية شهريا او سنويا بوجود افتراضات متعددة.

ويمكن حساب تكلفتها من المعادلة والتالية د = (س ع –س ب/س ع+س ب)/2

---

[1]-محمد يونس خان ،**الادارة المالية**،مرجع سابق ،ص 165.

مثال:اصدرت احدى المؤسسات سندات بقيمة 100000 دج بسعر فائدة يقدر ب 10 وبنفقات اصدار 10 و قد وافقت على تسديد السندات بقيمتها الاسمية و بتسديد 5 اقساط متساوية في نهاية مدة الدين ،و على افتراض ان نسبة الضرائب على المؤسسات 50 ،فما هي تكلفة الدين؟

-الارادات الصافية من بيع السندات =9000 بعد خصم نفقات الاصدار.

-القسط السنوي المستحق =20000=5/100000

-الفوائد المستحقة كل عام:

السنة الاولى =10000=0.1*100000

السنة الثانية =80000=0.1*80000

السنة الثالثة =60000=0.1*60000

السنة الرابعة =4000= 0.1*40000

السنة الخامسة =2000= 0.1*20000

$30000/(1+ع) + 28000/(1+ع)^2 + 26000/(1+ع)^3 + 24000/(1+ع)^4 + 22000/(1+ع)^5 = 90000$

بجعل طرفي المعادلة متساوية ،تصبح كلفة الدين هي معدل الفائدة ،و الاسهم الممتازة تختلف عن القرض في حالة عدم دفع الارباح المحددة دوريا (بمثابة فوائد) لا يؤدي الي الافلاس كما هو الحال عند عدم دفع القرض.[1]

-وعليه فالأسهم الممتازة هي اقل خطرا من القرض و اكبر من الاسهم العادية ،و نعرف تكلفة الاسهم الممتازة بأنها معدل العائد الواجب كسبه على الاستثمارات الممولة باسهم ممتازة

[1]-محمد يونس خان ،**الادارة المالية** ،مرجع سابق ص 174.

من اجل ان لا تتأثر المكاسب المرتبطة بحملة الاسهم العادية ،او هو معدل العائد الذي يطلبه المستثمر على امواله ،عندما يسعى الى الاستثمار داخل المؤسسة.

تكلفة الاسهم الممتازة =الربح الموزع / صافي بيع الاسهم الممتازة

مثال[1] :اذا كان سعر السهم الممتاز 100 دج ،و الارباح قدرت ب 8 دج ،و صافي بيع الاسهم 90 دج بعد خصم العمولة فان تكلفة السهم الممتاز هي:

و يلاحظ انه في حساب تكلفة الاسهم الممتازة لا تؤخذ بعين الاعتبار الضريبة ،طلك لان الادارة تتحمل جميع المصروفات المتعلقة بإصدار و تسويق الاسهم الممتازة مثل العمولات التي تؤثر على قيمة السهم بالانخفاض مما يؤدي الي ارتفاع تكلفة السهم ،كما انها لا تحمل على حساب الارباح و الخسائر ،قبل اقتطاع الضرائب لذلك فان حساب تكلفة الاموال يجب ان تتم بعد احتساب الضرائب.

الفرع الثاني: تكلفة الاسهم العادية:[1]

تعرف تكلفة الاسهم العادية الجديدة بأنها معدل العائد المطلوب من قبل المالكين على استثماراتهم و يمكن حساب كلفة الاسهم باستعمال طريقتين مختلفتين هما:

أ-طريقة الارباح السنوية الي السهم:و تعتمد هذه الطريقة على حساب تكلفة السهم

على نسبة الارباح الي سعر السهم ،و يمكن التعبير عن ذلك العلاقة ب:

ك ع = ر/س

حيث ان : ك ع = تكلفة الاسهم العادية

1-زرواطي سعدية ،مرجع سابق ،ص 52،
2-حمزة الشميخي ،**الادارة المالية الحديثة** ،مرجع سابق ،ص 385.

ر : الارباح الحالية للسهم الواحد

س: القيمة الصافية للسهم

مثال: بلغت ارباح احدى الشركات 200000 دج ،يباع السهم ب 100 عدد الاسهم 20000 سهم ،تنوي الشركة اصدار الاسهم ب 10 دج وتستطيع بيع السهم الواحد ب 95 دج 10 %اي بخصم فما هي تكلفة الاسهم العادية الجديدة ؟[2]

1-ارباح السهم العادي 10=20000/200000 دج

2-القيمة الصافية للسهم:100-10-10=80 دج

3-وبتطبيق المعادلة السابقة نجد:

تكلفة السهم الئعادية 12.5=100*80/10

نقيس هذه الطريقة تكلفة راس المال المتحصل عليه من اصدار الاسهم العادية عن طريق توقعات الارباح الموزعة و احتمالات تزايدها

و تحسب وفق العلاقة التالية:

ك ع = ر/ي (1+ص)+ق حيث ان :

ك ع : تكلفة الاسهم العادية. ص: تكلفة اصدار السهم.

ر: الارباح المتوقعة. ق:الزيادة المتوقعة في الارباح الموزعة للسهم

مثال :وزعت شركة ارباحا بمقدار 2 دج لكل سهم عادي ،ومن المتوقع ان تنمو الارباح 6%بمقدار سنويا ،علما ان سعر السهم في السوق يساوي 30 دج

فما هي تكلفة الاسهم على الشركة؟

ك ع = ر/ي +ق =30/2 +0.06=12

و منه نستنتج ان تكلفة الاسهم العادية الجديدة هي 12

ان هذه الطريقة غير دقيقة لأنها لا تعكس التوقعات الحقيقية لحملة الاسهم ،لذلك فان طريقة الارباح الموزعة تعتبر ادق من طريقة الارباح السنوية ،لأنها تعكس النمو المتوقع و تكلفة الاسهم العادية تحسب بعد الضريبة لان الارباح الموزعة على حملة الاسهم لا تعتبر من النفقات التي نقتطع لأغراض ضريبية ،و هذه الاختلاف موجود بين القروض و اموال الملكية ،لذلك فان القروض تعتبر اقل من مصادر التمويل تكلفة.

الفرع الثالث:تكلفة الارباح المحتجزة:[1]

تعتبر الارباح المحتجزة احد مكونات التمويل الداخلي في المؤسسة ،لذا فوجودها داخل المؤسسة يمثل تكلفة الفرصة البديلة ،اي النتائج المتوقعة تحقيقها فيما لو تمت استثمار هذه الاموال في مشاريع اخرى.

ان بقاء هذه الارباح داخل المؤسسة لابد و ان تحقق عائد معين يتساوى و معدل المطلوب من حملة الاسهم العادية ،وعليه فان تكلفة الارباح المحتجزة تساوي العائد المطلوب.

ان معدل العائد المطلوب يساوي معدل العائد الخالي من المخاطر اضافة الى علاوة المخاطر اي ان:

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطر + علاوة المخاطر.

و اذا عرفنا ان تكلفة عملية احتجاز الارباح داخلية لا تنطوي عليها اية نفقات سواء تلك المرتبطة بالإصدار او العمولات كتلك المتعلقة بعملية اصدار الاسهم العادية ،لذا فان المعادلة المستخدمة في حساب تكلفة الارباح المحتجزة هي :

تكلفة الارباح المحتجزة = ق ح +و.

مثال: اذا افترضنا ان القيمة السوقية للسهم (السهم العادي) 6 دج ،12 دج ،و ان

مقسوم الارباح المتوقع في السنة المقبلة يساوي 12.5،و ان معدل النمو المتوقع 7

[1]-حمزة الشميخي ،**الادارة المالية الحديثة** ،مرجع سابق ص 386.

لذلك فان معدل العائد المطلوب و المتوقع و الذي يساوي تكلفة الارباح المحتجزة يبلغ21.5.

المبحث الثاني:المعالجة الجبائية لمصادر التمويل

المطلب الاول: دراسة التكلفة الجبائية لمصادر التمويل الخارجي المباشر

سنحاول دراسة التكلفة الجبائية المتعلقة برأس مال المؤسسة ،بالإضافة إلى دراسة ضرائب القيم المنقولة التي تتمثل في الأسهم و السندات.

الفرع الأول : الضرائب على رأس مال المؤسسة

تتمثل الضرائب المطبقة على تغيير رأس المال زيادة أو نقصانا على وجه الخصوص في حقوق.

التسجيل ،عند القيام بأهم التعديلات التي قد تطرأ على عقد الشركة ،خلال مدة نشاطها والتي،تتمثل في إحدى الحالات التالية:

1 -زيادة رأس المال.

2 -تخفيض رأس المال.

3 -التنازل عن الحقوق في الشركة لقاء عوض.

أولا :زيادة راش مال المؤسسة

تتحقق زيادة راش مال الشركة من خلال اعتماد حصص جديدة مقدمة من قبل الشركاء القدامى أو الجدد ،أو عن طريق إدماج الاحتياطات المالية والأرباح أو المؤونات.

في حالة زيادة رأس المال من خلال تقديم حصص جديدة ،فإن هذه العملية تخضع للقواعد المطبقة على الحصص العادية أو لقاء عوض عند تكوين الشركة لأول مرة بذلك يطبق الرسم على القيمة الحقيقية للحصص الجديدة،يصفى ويستخلص على النحو التالي:

1 -وفقا لتصريح الموثق ،القاضي بدفع المبلغنقدًا بالنسبة لشركات الأسهم.

2 -وفقا لمحضر فحص الحصص المقدمةعينًا بالنسبة لشركات الأسهم.

3 -وفقا لأية وثيقة أخرى تثبت زيادة رأس المال بالنسبة للشركات الأخرى[1].

أما في حالة الزيادة في رأس المال بإدماج الاحتياطات المالية ،الأرباح والمؤونات،عند ذلك تخضع هذه العملية لحقوق تسجيل تقدر بمعدل 1 % من مجموع القيمة المدمجة .

1-عمر قليمي ،**الدليل العلمي في التسجيل و الطابع** ،مهعد الاقتصاد الجمركي و الجبائي ،القليعة ،الجزائر 1990 ،ص 63.

ثانيا :التخفيض و الاستهلاك في رأس المال

يخضع العقد المعاين لتخفيض رأس المال من أجل امتصاص الخسارة التي تلحق بالشركة، دون تعويض مرتبط بالشركاء ،وهذا لرسم تسجيل ثابت يقدر ب 500 دج**1**

كما أن الاستهلاك عن طريق الدفع المقتطع من الأرباح ،والذي يؤدي بدوره إلى التخفيض في رأس المال يخضع أيضا لرسم ثابت للتسجيل، بينما يبقى التخفيض القائم على أساس توزيع.[1]

قيم رأس المال، يمكن تكييفه على أساس قسمة جزئية ،بالتالي يخضع للرسم المطبق على % **2** .قسمة القيم الممنوحة يقدر ب 1،5.

ثالثا : التنازل عن الحقوق

في الشركة لقاء عوض تكون الحصص المقدمة لقاء عوض إذا قدمت الشركة مقابلها امتيازا فعليا و أنيا بعيدا عن كل ضرر مثل:

1-دفع الشركة لمبلغ من المال.

2 -التزام الشركة بتسديد الديون المحملة الحصة.

3 -تقديم التزامات إجبارية من الشركة لفائدة مقدم الحصة عن كل جزء من المال المقدم.

تشمل الحقوق في الشركة مجموع الأسهم، السندات والحصص المختلفة المكونة لرأس المال ،ويبين السهم أو السند حق مساهمة الشريك في رأس مال الشركة ،ومن ثم يتحدد حقه في الشركة.

يخضع عقد التنازل عن الأسهم والسندات وباقي الحقوق في الشركة إلى رسم بمقدار 2.5 % [3] ،أين يجب تسجيل عقد التنازل خلال مدة شهر ابتداءً من تاريخ تحريره[2].

ونشير إلى أن عملية تحصيل هذا الرسم لابد أن تستوفي الشروط التالية**.**

1-الوجود الفعلي للشركة ،مع تمتعها بالشخصية المعنوية.

2 -أن تكون الحقوق المتنازع عليها عبارة عن منقول متميز عن باقي الأموال الأخرى للشركة.

---

[1]-سمير محمد عبد العزيز ،**اصلاح خلل الهياكل المالية** ،مكتبة الاشعاع للطباعة و النشر و التوزيع ، الاسكندرية مصر ،1997 ،ص 248.

[2]-عمر قليمي ،**الدليل العملي في التسجيل و الطابع** ،معهد الاقتصاد الجمركي و الجبائي ،القليعة ،1990 ،ص ص 63 64.

3 -يجب أن لا يترتب عن هذا العقد انقضاء الشركة.

الفرع الثاني : المعالجة الجبائية للأسهم و السندات:

يعتبر القرض السندي من بين أهم مصادر التمويل الخارجية المباشرة للمؤسسة ،حيث يمكن للمؤسسات المسعرة في البورصة وكذلك الأمر بالنسبة لبعض المؤسسات العمومية أن تصدر سندات في السوق المالية، بهدف تمويل احتياجاتها المالية.

لقد سبق لنا في الفصل الثاني عند تعرفنا على مميزات القرض السندي حيث أنا سعر الإصدار ينتج من خلال الفرق بينه وبين السعر الاسمي للسند ما يسمى بعلاوة الإصدار، هذه الأخيرة.

تكون من الناحية الجبائية قابلة للخصم من الربح الضريبي في شكل فوائد.

تمثل تكلفة السندات عبء، فتخصم مثل باقي الأعباء قبل تحديد الربح الإجمالي الخاضع للضريبة قبل التوزيع ،مما يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي.

ونشير إلى أن الأرباح الناتجة عن القروض السندية تخضع للضريبة على دخل الأموال المنقولة ،وذلك لأن السندات تعد من الناحية الجبائية رؤوس أموال منقولة وليست قيمًا منقولة.

أما بالنسبة للأسهم ،فبالنسبة للشركة فالفوائد لا تطرح من الوعاء الضريبي ،بينما توزيعات الأسهم لا تعفى من الضريبة ، إذا على عكس السندات و القروض فالأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية تخضع للضريبة قبل التوزيع ،مما يؤدي كبر الوعاء الضريبي للمؤسسة.

أما إذا كان القانون يبيح خصم التوزيعات من الأرباح للضريبة) هي حالات نادرة جدا، الغرض منها تشجيع التوجه إلى نوع معين من الاستثمارات (فذلك يحقق وفرا للمشروع يتمثل في معدل الضريبة مضروبا في التوزيعات.

المطلب الثاني: المعاملة الجبائية لمصادر التمويل الخارجي غير المباشر

سنتناول من خلال هذا المطلب دراسة وتحليل التكلفة الجبائية للديون الطويلة والقصيرة الأجل ،وكذا تحليل المعاملة الجبائية لقرض الإيجار ،وذلك على النحو التالي[1]:

[1]-منير ابراهيم هنيدي ،الادارة المعاصرة ،مرجع سابق ،ص119.

الفرع الأول :تكلفة الديون بإدخال التأثير الضريبي:

تعتبر الفوائد السنوية المدفوعة لتسديد الديون من التكاليف الخاضعة للضريبة، بالتالي تعمل على تخفيض وعاء الإيرادات الخاضع للضريبة ،وعليه فإن الديون تستفيد من امتياز جبائي يسمح لها بأن تصبح تكلفتها أقل من تكلفة الأموال الخاصة.

وبهدف توضيح التأثير الضريبي على تكلفة الديون ،نستعين بمعطيات الجدول التالي:

الجدول رقم 03: يبين تحديد الربح الصافي لمؤسستين مختلفتين من حيث الهيكل المالي:

البيان	المؤسسة الأولى	المؤسسة الثانية
إيرادات الاستغلال	150.000	150.000
نفقات الاستغلال	100.000	100.000
نفقات الفوائد (0.1 x 10.000)	-	1.000
الربح الخاضع للضريبة	50.000	49.000
معدل الضريبة 40 %	20.000	19.600
الربح الصافي	30.000	29.400

المصدر :من اعداد الطالبات.

ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول أعلاه، أن نفقات الفوائد بالنسبة للمؤسسة الثانية ،أدت إلى تحقيق و فورات ضريبية تقدر ب 600 دج ،بحيث قدرت الضريبة المدفوعة كمايلي:

1.000 (1 – 40 %) =400 د.ج

هذا يعني بأن تكلفة القرض هي 600 دج ،بدلا من 1.000 دج ،بالتالي يصبح معدل الاقتراض هو % 6 بد لا من 10.

وكنتيجة لذلك، يمكن التعبير عن تكلفة الديون بإدخال التأثير الضريبي على النحو التالي:

تكلفة الديون بعد الضريبة = معدل الفائدة على(1-معدل الضريبة)[1]

[1]-منير ابراهم هنيدي ،**الادارة المالية المعاصرة** ،مدخل تحليلي معاصر ،المكتب العربي الحديث ،الطبعة الرابعة ،مصر ،1999،ص 120.

كما يمكن التعبير عنها بالعلاقة التالية:

$$KE = Ke /(1 - T)$$

و منه نكتب:

$$KE = F / E (1 - T)$$

حيث تمثل:

KE : تكلفة الديون بعد الضريبة .

Ke : معدل الفائدة.

T : معدل الضريبة.

وبالتالي، من خلال إدخال تأثير العامل الضريبي على تكلفة الديون، فإن هذه التكلفة تنخفض ،ومن ثم يسمح للمؤسسة بتحقيق وفورات ضريبية ،يمكن حساب من خلال العلاقة التالية:

قيمة الوفورات الضريبية =(1-معدل الضريبة)

ما يمكن استخلاصه ،هو أن التمويل بالديون يعتبرمحبذ ًا من طرف المؤسسات إلى الحد الذي تصبح فيه الوفورات الضريبية لا تعطي حجم المخاطر التي تترتب عن الاستدانة ،ويشترط في بعض الأحيان لحساب التأثير الضريبي عن تكلفة الديون أن تكون المؤسسة مربحة ،حتى يستفيد من الوفورات الضريبية ،وعندما لا يتوفر هذا الشرط تصبح تكلفة الديون بعد الضريبة، متساوية مع تكلفة الديون قبل الضريبة، بسبب عدم جدوى التأثير الضريبي في حالة تحقيق الخسارة.

الفرع الثاني : المعاملة الجبائية لقرض الإيجار

يعتبر التشريع الجبائي والمحاسبيامتدادًا للإطار القانوني، الذي ينظم ويحكم عملية قرض الإيجار، حيث تعد جباية قرض الإيجار المحدد الأساسي للعملية للضريبة) هي حالات نادر جدا، الغرض منها تشجيع التوجه إلى نوع معين من الاستثمارات) فذلك يحقق وفرا للمشروع يتمثل في معدل الضريبة مضروبا في التوزيعات.

المطلب الثاني: المعاملة الجبائية لمصادر التمويل الخارجي غير المباشر:

سنتناول من خلال هذا المطلب دراسة وتحليل التكلفة الجبائية للديون الطويلة والقصيرة الأجل، وكذا تحليل المعاملة الجبائية لقرض الإيجار، وذلك على النحو التالي:

الفرع الأول :تكلفة الديون بإدخال التأثير الضريبي:

تعتبر الفوائد السنوية المدفوعة لتسديد الديون من التكاليف الخاضعة للضريبة، بالتالي تعمل على تخفيض وعاء الإيرادات الخاضع للضريبة، وعليه فإن الديون تستفيد من امتياز جبائي يسمح لها بأن تصبح تكلفتها أقل من تكلفة الأموال الخاصة.

وبهدف توضيح التأثير الضريبي على تكلفة الديون، نستعين بمعطيات الجدول التالي:

الجدول رقم 04:يبين تحديد الربح الصافي لمؤسستين مختلفتين من حيث الهيكل المالي:

البيان	المؤسسة الأولى	المؤسسة الثانية
إيرادات الاستغلال	150.000	150.000
نفقات الاستغلال	100.000	100.000
نفقات الفوائد (0.1 x 10.000)	-	1.000
الربح الخاضع للضريبة	50.000	49.000
معدل الضريبة 40 %	20.000	19.600
الربح الصافي	30.000	29.400

المصدر :من إعداد الطلبات.

ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول أعلاه، أن نفقات الفوائد بالنسبة للمؤسسة الثانية، أدت إلى تحقيق وفورات ضريبية تقدر ب 600 دج ، بحيث قدرت الضريبة المدفوعة كمايلي:

1.000 (1 – 40 %) =400 د.ج

هذا يعني بأن تكلفة القرض هي 600 دج ، بدلا من 1.000 دج ، بالتالي يصبح معدل الاقتراض هو 6 % بد لا من10

وكنتيجة لذلك، يمكن التعبير عن تكلفة الديون بإدخال التأثير الضريبي على النحو التالي[1]:

تكلفة الديون بعد الضريبة = معدل الفائدة على(1-معدل الضريبة)

كما يمكن التعبير عنها بالعلاقة التالية:

$$KE = Ke / (1 - T)$$

و منه نكتب:

$$KE = F / E (1 - T)$$

حيث تمثل:

KE : تكلفة الديون بعد الضريبة .

Ke : معدل الفائدة.

T : معدل الضريبة.

وبالتالي، من خلال إدخال تأثير العامل الضريبي على تكلفة الديون، فإن هذه التكلفة تنخفض، ومن ثم يسمح للمؤسسة بتحقيق وفورات ضريبية، يمكن حساب من خلال العلاقة التالية:

قيمة الوفورات الضريبية =(1-معدل الضريبة)

ما يمكن استخلاصه، هو أن التمويل بالديون يعتبرمحبذ ًا من طرف المؤسسات إلى الحد الذي تصبح فيه الوفورات الضريبية لا تعطي حجم المخاطر التي تترتب عن الاستدانة، ويشترط في بعض الأحيان لحساب التأثير الضريبي عن تكلفة الديون أن تكون المؤسسة مربحة، حتى يستفيد من الوفورات الضريبية، وعندما لا يتوفر هذا الشرط تصبح تكلفة الديون بعد الضريبة، متساوية مع تكلفة الديون قبل الضريبة، بسبب عدم جدوى التأثير الضريبي في حالة تحقيق الخسارة .

الفرع الثاني : المعاملة الجبائية لقرض الإيجار:[1]

يعتبر التشريع الجبائي والمحاسبيامتدادًا للإطار القانوني،الذي ينظم ويحكم عملية قرض الإيجار ، حيث تعد جباية قرض الإيجار المحدد الأساسي للعملية ، إذ سمحت هذه الاعتبارات الجبائية بتحفيز وتطوير عدة صناعات خاصة في عدة بلدان من العالم توسعت

[1]-عمر قليمي ،**الدليل العلمي في التسجيل و الطابع**،مرجع سابق ،ص 65.

في استخدام هذه التقنية .وبذلك سيتم إسقاط هذه المعاملة على نوعين أساسيين لقرض الإيجار ، هما قرض إيجار المنقولات، وقرض إيجار العقارات.

تشكل أقساط الإيجار تكاليف استغلال قابلة للخصم من الوعاء الضريبي، بشرط أن تكون مدة العقد تتوافق مع مدة الحياة الاقتصادية العادية للأصل (بين 3 سنوات و 10 سنوات الأصل)وهذارتباطً ا مع الإهتلاكات المطبقة المخفضةأيضًا من الربح الخاضع للضريبة ، كما لو اختارت المؤسسة اكتساب الأصل بدل تأجيره.

على أقساط الإيجار، فتظهر من طرف المؤجر (T.V.A) أما بالنسبة للرسم على القيمة المضافة في الفاتورة وتسترجع من قبل المؤسسة المستأجرة.

في حالة قرض إيجار العقارات ، يمكن للمؤسسة المستأجرة تخفيض أقساط الإيجار المدفوعة.

خلال مدة الإيجار، وعند اكتساب العقار في نهاية العقد ، يتطلبأحيانًا إعادة إدماج جبائي في الأرباح الخاضعة للضريبة .

وهذا يشير إلى أنه إذا كان سعر التنازل عن العقار أقل من القيمة في حسابات المؤسسة ، في هذه الحالة يتم إعادة إدماج الجزء (V.A.N) المحاسبية الصافية المتبقية الذي يمثل الفرق بين القيمة المتبقية وسعر التنازل قبل إلغاء الإعفاء من الضريبة على أرباح الشركات ، الذي تستفيد منه المؤسسة.

إذا كان من حق المؤجر خصم قيمة قسط الإهتلاك ، فإنه يحق للمستأجر أيضا خصم قيمة قسط الإيجار من إيراداته قبل حساب الضريبة ، وحتى يتحقق للمؤسسة المستأجرة ، لا بد أن يكون العقد يتمثل في عقد قرض الإيجار ، وليس عقد شراء بالتقسيط ، أو عقد فرض مضمون بقيمة الأصل المؤجر ، حيث قامت مصلحة الضرائب الأمريكية بتحديد المعايير، التي من خلال توفرها يعتبر العقد بمثابة عقد بيع وليس عقد تأجير إذا اتضح فيه ما يلي [1] :

1- أقساط الإيجار تغطي فترة قصيرة من حياة الأصل ، وأن مجموعها يكون معادل تقريبًا لقيمة الأصل المستأجر.

أن يستمر المستأجر في استخدام الأصل طوال العمر ألاقتراضي أو الجبائي المقدر

[1]-منير ابراهيم هنيدي ،**الادارة المالية المعاصرة**،مرجع سابق ،ص 250.

له ، من خلال تجديد عقد الإيجار بقيمة إيجار رمزية.

3 -أن يتضمن العقد شرط إلزام المستأجر بدفع أقساط الإيجار بصرف النظر عن ما يحدث للأصل أو لمستأجره.

4 -أن ينص العقد على إعطاء الخيار للمستأجر لشراء الأصل بعد انتهاء عقد الإيجار، وذلك بسعر رمزي.

أن يضمن عقد الإيجار وضع قيود على حرية المستأجر في الحصول على مزيد من القروض.

ولعل الهدف الأساسي من وراء تلك القيود ، هو من أجل منع المؤسسة المستأجرة من التحايل.

وراء عقد الإيجار ،بهدف إهلاك الأصل على فترة قصيرة من عمره الافتراضي.

من جهة أخرى ، فإن للمتغيرات الضريبية دور كبير في تسعير عقد قرض الإيجار ، لذا يجب:

أن تنص القوانين الجبائية على الميزات والالتزامات الواجبة على أطراف العقد ، ففي حال غموض القوانين تصبح عملية تحديد تكلفة التأجير صعبة للغاية مقارنة بالشراء المباشر ، كذلك فإن الحكومات دائما تتوخى الحالات التي تكون عرضة للتلاعب من قبل طرفي العقد للحصول على:

-مزايا مالية ، مما يعرضها لعمليات التفتيش الضريبي.

-كما يجب تدعيم هذا النوع من العمليات المصرفية بتطبيق الحوافز ، رسوم الجمارك المخفضة.

و القروض المدعومة و المسيرة ، حيث عن طريق هذه الحوافز يتم تخفيض سعر عقد التأجير من طرف المؤجر ، و بالتالي يمكن للمستأجر الاستفادة منها كذلك ، و على الرغم من ازدهار عملية قرض الإيجار عن طريق تدعيمها وتحفزها فإن حيادية الأنظمة الضريبية مطلب أساسي لذلك.

المبحث الثالث:اختيار هيكل التمويل الامثل

يشير هيكل التمويل الى الجانب الايسر من الميزانية ،فهو يعبر عن تلك التركيبة من الاموال التي يتم من خلالها تمويل الاصول (الجانب الايمن من الميزانية)، فالهيكل التمويل اذا هو ذلك المزيج الذي يتم من خلالها تمويل الاصول و سنتطرق فيه الى مايلي:

1-الهيكل المالي. **2-هيكل التمويل الامثل.**

المطلب الاول:الهيكل المالي.

الفرع الاول:تعريف الهيكل المالي.

يعرف الهيكل المالي احيانا بالخطة المالية ،ويرجع ذلك الى طبيعة تكوين مصادر التمويل طويلة الاجل مثل:السندات ،القروض طويلة الاجل ،الاسهم الممتاز وحقوق الملكية

حيث يجب على المؤسسة تحديد الهيكل المالي المناسب الذي يعمل على تعظيم المشروع ،ويتم ذلك من خلال العمل على التوازن بين كل من العوامل المؤثرة في الهيكل المالي بطريقة المناسب ،حيث يجب ان يتصف الهيكل المالي بالسمات التالية:

أولا:الربحية:

يجب ان يعود الهيكل المالي للمؤسسة بالنفع عليها عن طريق الوصول الى اقصى استخدام ممكن للرفع المالي مع الالتزام بأقل تكلفة ممكنة.

ثانيا:الفترة على الوفاء بالدين:[1]

يجب ان لا يتجاوز اقتراض المؤسسة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالالتزامات هذا الاقتراض ،وفي نفس الوقت يجنب حملة الاسهم العادية اية مخاطر مالية اضافية.

[1]-سمير محمد عبد العزيز ،**اصلاح خلل الهياكل المالية** ،مكتبة الاشعاع للطباعة و النشر و التوزيع ،الاسكندرية ،مصر ،1997 ،ص 248.

ثالثا:المرونة:

بمعنى عدم اتصاف الهيكل المالي للمشروع بالجمود وإنما يتعين عليه تمييز القدرة على تعديل مصادر الاموال (اموال الملكية ،الاقتراض بأنواعه) تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة الى الاموال و بأقل تكلفة ممكنة.

الفرع الثاني:محددات الهيكل المالي:

يجب تخطيط الهيكل المالي ما وقت تأسيس ،كما يجب تصميمه بمنتهى الحذر و الدقة ،وعليه تتجلى محددات الهيكل المالي فيما يلي:

أولا:الرفع المالي و اثره على ربح السهم.

اذا كانت الاصول الممولة باستخدام القرض تدر عائدا اكبر من تكلفة القروض فسوف يزداد ربح السهم دون زيادة استثمار الملاك ،و يزداد ايضا ربح السهم الممتاز في تمويل حيازة الاصول ،فيعتبر الربح المالي احد الاعتبارات الهامة التي تأخذ في تخطيط الهيكل المالي للشركة و ذلك لتأثيره على ربح السهم.

ثانيا:الملائمة:

بمعنى ان تكون الاموال التي تحصلت عليها المؤسسة مناسبة لأنواع الاصول المستخدمة و متماشية مع طبيعتها.

ثالثا:تكلفة الاموال:

اذ تكلفة مصدر تمويلي هي اقل عائد ممكن ان يتوقعه اصحاب هذا المصدر ،ويتوقف هذا العائد المتوقع على درجة المخاطر التي يفترضها هؤلاء ،فتكلفة الاموال تؤدي الى اقصى استخدام ممكن للاقتراض.

رابعا:مقدرة التدفق النقدي للشركة.[1]

يعتبر التحفظ احد سمات الهيكل المالي المناسب ولكنه لا يعني عدم استخدام المؤسسة للقروض.

او الاستخدام الضئيل لها ،حيث ان التدفق النقدي ليس فيه مخاطر اذا كان معدل القروض الى الاموال الملكية مرتفع طالما ان الشركة لديها القدرة على توليد تدفقات نقدية كافية على المستقل ليس التزاماتها المالية.

خامسا:المرونة:

تعتبر المرونة من اكثر العوامل التي يجب ان تأخذ في عين الاعتبار عند وضع الهيكل المالي وهي تعني مدى قدرة المنشاة على تكييف الهيكل المالي لها.

سادسا:نمو و استقرار المبيعات

يعتبر استقرار المبيعات شيء مهم يجنب المؤسسة عملية اللجوء الى الاقتراض بدرجة كبيرة و حيث انه كلما كانت درجة نمو المبيعات في ارتفاع كلما زاد التمويل الخارجي الرخيص و النافع ،والعكس في حالة ما اذا كانت درجة نمو المبيعات في انخفاض فان استخدام القروض و الاسهم الممتازة في هيكلها سوف يؤثر على سداد التزاماتها الثابتة.

سابعا:حجم مبيعات الشركة.

تملك المؤسسات الكبيرة مرونة في تكوين هيكلها المالي حيث تستطيع الحصول على القروض بشروط معينة وميسرة بالإضافة الى اصدار الاسهم العادية و الممتازة و السندات على عكس المؤسسات الصغيرة.[2]

[1]-سمير محمد عبد العزيز ،**اصلاح خلل الهياكل المالية** ،مرجع سابق ص ص 249 250.
[2]-سمير محمد عبد العزيز ،**اصلاح خلل الهياكل المالية** ،مرجع سابق ص 201.

المطلب الثاني:مفهوم و خصائص هيكل التمويل

الفرع الاول:تعريف هيكل التمويل الامثل

هيكل التمويل المالي هو هيكل التمويل الذي يكبر ربح او عائد المالك الى اقصى حد ،و بالتالي فهو الهيكل الذي يعظم القيمة المالية الى اقصى الحد و من المهم و الافضل اختيار هيكل التمويل الذي يحقق الارباح ويقلل المخاطر المرتبطة بهيكل التمويل ذاته ،ان الهيكل التمويلي للمؤسسة يعتمد على طريقة التمويل التي تفتحها المؤسسة اي يعتمد على تركيبة الخليط من مصادر التمويل التي يتكون منها ،و لا يتحقق الهيكل التمويلي الامثل إلا من خلال توفر ما يلي:

1-تكون القيمة السوقية للسهم اعلى ما يمكن ،بما يحقق تعظيم قيمة السوق.

2-الاستخدام الامثل لموارد التمويل ،رفع الاستثمار و النمو الاقتصادي.

3-تخفيض التكلفة المتوسط المرجحة للأموال اللازمة ،و الاستفادة من القروض الاستثمارية.

4-زيادة امكانية الحصول على الاموال اللازمة ،و الاستفادة من القروض الاستثمارية.

الفرع الثاني:خصائص الهيكل التمويلي الامثل:[1]

ليأخذ الهيكل المالي صفة السلامة يجب ان يتصف بالخصائص التالية:

1-تدعيم حق الملكية كمصدر تمويل ذاتي للمدين اعتمادا على الديون كمصدر من مصادر التمويل و لزيادة قدرة المؤسسة على الاقتراض.

2-تحقيق درجة الملائمة و التوازن المالي بين عناصر هيكل الاصول.

3-الحد من عملية المتاجرة بالملكية (حق الملكية) حتى لا تقع المؤسسة في العسر المالي.

4-ضرورة الربط بين قرار الاستثمار و القرار المالي للحد من المخاطر المالية و مخاطر الاعمال المصاحبة لها .

[1]-سيد الهواري ،**الادارة المالية** ،مرجع سابق ،ص 174.

5-رفع كفاءة ادارة الاموال المستثمر في الاصول لزيادة درجة مرونة هيكل التمويل عند توفير الاحتياجات المالية للمؤسسة.

6-الارتفاع الادارة بكفاءة راس المال العامل للحد من كثافة الاموال المستثمر في عناصر الاموال المتداولة الاقل سيولة و خاصة المخزون.

7-ان يرتبط بمعدل النمو في المبيعات استقرار و زيادة الربحية للعمليات التجارية و التدفقات النقدية المتولدة عنها لتوفير الدعم المالي لمصادر التمويل الثابتة.

8-يتصف الهيكل المالي بالمرونة ،وذلك باحلال مصدر مالي محل مصدر اخر دون الاخلال بدرجة التوازن بين السيولة والربحية.

المطلب الثالث:العوامل المؤثرة في قرارهيكل التمويل

وتتمثل في ما يلي :

الفرع الاول:معدل نمو المبيعات و مدى استقرار[1]

كلما كانت المؤسسة تتميز مبيعاتها بالاستقرار النسبي فيفضل لهذه المؤسسة ان تعتمد على الديون،وعلى العكس في حالة تميز مبيعاتها بعدم الاستقرار مثل التميز بالتقلبات الشديدة في السوق فهذا يعود على مبيعات المؤسسة.

الفرع الثاني:سيولة الاصول

ان سيولة الاصول ذات اهمية خاصة في تحديد استحقاقات الديون وهذا ما سوف يؤثر في نسبة الديون و بالتالي في هيكل التمويل بالسلب او بالإيجاب ،فكلما كانت المؤسسة اقل سيولة كانت اقل مرونة في مقابلة الالتزامات الثابتة ،سواء كانت بالنسبة للفوائد او اصل الدين.

[1]-سيد الهواري ،**الادارة المالية** ،مرجع سابق ص 173.

الفرع الثالث:تكلفة الاموال و سهولة الحصول عليها

ان تكلفة الاموال المقترضة عامل مؤثر في اختيار هيكل التمويل و هذا راجع لاعتبار انه كلما كانت الفوائد اقل كلما شجع ذلك على الاقتراض ،حيث كلما كانت الاموال السائدة مضطربة زادت الصعوبات في الاعتماد على القروض طويلة الاجل،حيث تختلف المؤسسات الكبيرة في هذا الشأن عن المؤسسات الصغيرة.[1]

[1]سيد الهواري ،**الادارة المالية**،مرجع سابق ص 174.

خلاصة الفصل الثالث:

ان قرار الاستثماري يعتمد أساسا على معدل العائد أو دليل الربحية الموقع الحصول عليه و على هذا الاساس يعمل على تحديد مستلزماته المالية للاستثمار و بالتالي يحدد جدول الطلب من رؤوس الأموال الذي يبين المبالغ المطلوبة و الممكن استثمارها تختلف مقاديرها باختلاف معدل العائد، فارتفاع تكلفة راس المال يترتب عليه انخفاض المبالغ التي يمكن استثمارها بهذه التكلفة بينما نجد في الحقيقة زيادة حجم الاستثمار رغم ارتفاع تكلفة رأس المال و ذلك لاستنفاذ الفرص الاستثمارية المربحة.

الخاتمة العامة.

حاولنا من خلال هذا البحث الإجابة على الإشكالية المطروحة في التساؤل التالي:

ما هو اثر التمويل في اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية؟و على آي **أساس يتم تحديد الهيكل المالي الامثل؟**

اختبار نتائج البحث:

الفرضية 1:تتمثل مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية في المصادر الخارجية و الداخلية.حيث أن المصادر الداخلية تتمثل في الاهتلاكات ،الإرباح المحتجزة...في نجد المصادر الخارجية هي عبارة عن المصادر المباشرة و نجد فيها الأسهم و السندات،أما الغير المباشرة فتتكون من القروض.

الفرضية 2:لاختيار هيكل التمويل المناسب من طرف المؤسسة الاقتصادية تقوم بدراسة تحديد تكلفة كل عنصر.حيث أن حساب هذه الأخيرة لكل عنصر على حدى من مصادر التمويل يساعد اختيار مصادر التمويل الأقل تكلفة.

الفرضية 3:هناك اثر فعال للتمويل في اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة

الاقتصادية.و ذلك من خلال تكلفة مصادر الأموال و تحديد الهيكل التمويلي المناسب للقيام بعملية اتخاذ القرار.

و حتى يتسنى لنا تحقيق هذا الهدف و للإجابة على مختلف التساؤلات الفرعية المرتبطة بإشكالية البحث قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاثة فصول:

- فيما يخص الفصل الأول تطرقنا إلى العلاقة الموجودة بين المؤسسة و التمويل الذي يعتبر عنصر حيوي و أساسي فبدونه لا يمكن للمؤسسة البقاء و الاستمرارية،كما بينا مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة حتى يتسنى لها تحقيق أهدافها.

- و بالنسبة للفصل الثاني تحدثنا عن كيفية اتخاذ القرارات بشتى أنواعها و ما أهمية ذلك،كما تناولنا فيه مفهوم القرار الاستثماري و أنواعه وما الأساليب المستخدمة لاتخاذه في كل الحالات(في ظل المخاطرة،و في ظل التأكد و عدم التأكد).

و أما عن الفصل الأخير تناولنا فيه تكلفة التمويل التي لها علاقة بالقرار الاستثماري الذي لا يتم اتخاذه إلا باختيار الهيكل المالي الأمثل الذي هو مزيج بين مختلف مصادر التمويل.

اهم نتائج المتوصل إليها:

- لايمكن للمؤسسة الاقتصادية أن تقوم بدون التمويل اللازم لذلك و الكافي الذي يلبي لها كل مستلزمات و الحاجيات.
- وجود نوعين من التمويل:التمويل الداخلي الذي تعتمد عليه المؤسسة في بداية نشاطها،لكن عندنا تنمو المؤسسة تلجا إلى التمويل الخارجي و الذي ينقسم بدوره إلى التمويل المباشر عن طريق الأسهم و السندات،و التمويل غير المباشر عن طريق الاقتراض.
- يعتبر التمويل الذاتي الفائض المالي الناتج عن ممارسة النشاط العادي للمؤسسة.
- القرار الاستثماري من أصعب القرارات التي تتخذها المؤسسة و الذي له تأثير كبير على مكانتها.
- تكلفة التمويل من اهم المتغيرات المتعلقة بقرار التمويل.
- يشير هيكل تمويل إلى الجانب الأيسر من الميزانية،فهو يمثل تلك التركيبة من الأموال التي يتم من خلالها تمويل الأصول.
- التكلفة الجبائية تعتبرا عاملا أساسيا محددا لقرارات التمويل.
- على أساس التكلفة الجبائية يتم الاختيار بين مصادر التمويل.

أفاق الدراسة:

على ضوء دراستنا للموضوع توصلنا على انه موضوع حيوي وواسع وكمحاولة منا للإلمام به من كل الجوانب ،تم اكتشاف مواصلة البحث في هذا الموضوع من جوانب أخرى

اشمل و أوضح من خلال طرح إشكاليات و مواضيع جديدة و أكثر تعمقا تصلح كدراسات مستقبلية.

لذلك قمنا باقتراح المواضيع التالية:

- اثر التمويل على اتخاذ القرار الاستثماري المالي.

- التكلفة و أثرها على الهيكل التمويلي.

قائمة

المراجع

المراجع باللغة العربية

أولا: الكتب

1-الطاهر الطرش ،تقنيات البنوك ،ديوان المطبوعات الجامعية ،بن عكنون الجزائر،الطبعة 2004،3 .

2-أحمد نور ،مبادئ المحاسبة الادارية ، الدار الجامعية ،القاهرة ن مصر .

3-حمزة الشمخي ،الادارة المالية الحديثة ،دار الصفاء للنشر و التوزيع ،الاردن ، الطبعة 1 ،1998 .

4-خالي أمين عبد الله ،محاسبة الشركات الأشخاص و الأموال ،دار وائل للنشر عمان طبعة 1998 .

5-زياد سليم رمضان ،أساسيات الادارة المالية ،دار الصفاء للنشر و التوزيع ،الأردن، الطبعة 1996،4 .

6-سمير محمد عبد العزيز ،التمويل و اصلاح خلل الهياكل المالية مكتبة و مطبعة الاشعاع الفنية ،مصر ،1997 .

7-سيد الهواري ،الادارة المالية ،توزيع مكتبة عين الشمس ،مصر ،الطبعة 1996،6.

8-عبد الباري دره ،الادارة الحديثة ،المركز العربي للخدمات الطلابية ، عمان ، الأردن ، 1994 .

9-عبد الغفار حنفي ،أساسيات التمويل الادارة العامة ، دار الجامعة الجديدة الاسكندرية ،مصر 2002 .

10-عمر صخري ،اقتصاد المؤسسة ،ديوان المطبوعات الجامعية ،الجزائر، 2003

11-عمر قليمي ،الدليل العلمي في التسجيل و الطابع معهد الاقتصاد الجمركي و الجبائي ،القليعة ،الجزائر 1990 .

12-محمد الطروانة سليمان عبيدات ،مقدمة في بحوث العمليات ،الطبعة 1 دار المسيرة للنشر و التوزيع ،عمان 2009 .

13-محمد صالح الحناوي ، الادارة المالية و التمويل ،دار الجامعة ،الاسكندرية مصر 1998

14-محمد مطر ،الادارة الاستثمارات الاطار النظري و 2011 التطبيقات العلمية ،الطبعة 3 ،دار وائل لنشر ،عمان 2004 .

15-محمد يونس خان ،الادارة المالية الحديثة ،دار الصفاء للنشر و التوزيع ،الأردن ، الطبعة 1 ،1998 .

16-معالي فهمي حيدر ،نظم المعلومات مدخل لتحقيق الميزة التنافسية ،الدار الجامعية الاسكندارية ،مصر 2002 .

17-منير ابراهيم هنيدي ابراهيم الادارة المالية المعاصرة ،مدخل تحليلي معاصر المكتب العربي الحديثة ،الطبعة 4 مصر ،1999 .

18-ناصر دادي عدوان ،اقتصاد المؤسسة ،دار المحمدية العامة للجزائر ،الطبعة 1998 .

ثانيا: الرسائل و المذكرات

1-معاشو حميدة ،هيكل التمويل في المؤسسة الاقتصادية ،مذكرة تخرج ليسانس المدية 2009.

2-ديلمي نصر الدين ،الاقصاح المحاسبي على ترشيد القرارات الاستثمارية في السوق الأوراق المالية ،رسالة ماجستار في علوم التسيير ،جامعة المدية 2009 ،2010 .

3-زرقاوي عبد الكريم ،استخدام الأساليب المحاسبية الادارية في اتخاذ القرارات الاستثمارية ،مذكرة لنيل شهادة ماجستر ،جامعة تبسة .